

LECTURAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA

Alfredo Sánchez Daza
Coordinador

LECTURAS DE
POLÍTICA MONETARIA
Y FINANCIERA

BIBLIOTECA DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES

SERIE ECONOMÍA

LECTURAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA

ALFREDO SÁNCHEZ DAZA

COORDINADOR



2895116

1997

UAM
HE664
L4.27

Rector General
Dr. José Luis Gázquez Mateos
Secretario General
Lic. Edmundo Jacobo Molina
Rectora de la Unidad Azcapotzalco
Mtra. Mónica de la Garza Malo
Secretario de la Unidad
Lic. Guillermo Ejea Mendoza
Director de la División de Ciencias Sociales y Humanidades
Mtro. Víctor Sosa Godínez
Jefe del Departamento de Economía
Dr. Ernesto Turner Barragán
Coordinación Divisional de Publicaciones
Mtra. Silvia Pappe

Primera edición, 1997
Los derechos de reproducción
de esta obra pertenecen a sus respectivos autores.
© Para la presente edición, Universidad Autónoma
Metropolitana-Azcapotzalco
ISBN 970-620-957-3
Depósito Legal
Derechos reservados conforme a la ley.
Se prohíbe la reproducción por cualquier medio sin el
consentimiento de los titulares de los derechos de las obras.

Este libro se terminó de imprimir en el mes de diciembre en los
talleres de Amacalli Editores, S.A. de C.V., Av. México-Coyoacán 421,
03330 México D.F. Tel. 604 7263. El tiro
consta de 1 000 ejemplares más sobrantes de reposición

Impreso en México
Printed in Mexico

Contenido

Presentación

13

Introducción

27

I. Política monetaria y cambiaria

Efectividad de la política monetaria
en el sistema financiero mexicano liberalizado

Guadalupe Mántey de Anguiano

35

Credibilidad e independencia de la política monetaria

Hugo J. Contreras Sosa

57

El Sistema de Consejo Monetario como mecanismo de
estabilización económica para países en desarrollo

Agustín Cue Mancera

87

Realidades y perspectivas de la política cambiaria en
México

Carlos Gómez Chiñas y Rubén Piñeiro Santana

107

II. Influencia de los flujos internacionales de capital

Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital

Carlos A. Roza

161

Globalización y flujos de capital
privado en los países subdesarrollados
Lilia Rodríguez Tapia, Jorge A. Morales Novelo
e Hilda R. Dávila Ibañez
205

III. La política monetaria y sus relaciones con la inflación

Un análisis de largo plazo de la demanda
de dinero y la inflación en México: 1925-1994
Luis Miguel Galindo
245

Deuda pública no monetaria e inflación
Jesús Zurita González
283

IV. Sector financiero, crisis y política económica

Papel de la política económica en los
procesos real y financiero
Alfredo Sánchez Daza
291

El capitalismo mexicano y sus crisis
Uriel Aréchiga
343

V. Sector bursátil

Un esquema para analizar la bolsa de valores de México
Jesús Zurita
405

Mercados eficientes, un análisis con el IPyC
Jorge Ludlow Wiechers
417

Administración de una cartera de inversión bajo
CAPM, usando modelos ARCH

Jorge Ludlow Wiechers

433

VI. Marco Legal

Cambios en la legislación financiera 1975-1995

Martín Hugo Esparza Valdivia

463

Presentación

EN LA REESTRUCTURACIÓN de la economía mexicana y los cambios del entorno internacional, la importancia del sector monetario y financiero es cada vez más evidente y determina el desempeño de la economía y la forma de insertarse de ésta en el mercado mundial. Los cambios más radicales en las economías nacionales y en la economía mundial en su conjunto se presentan precisamente en el terreno monetario y financiero. La globalización ha provocado revoluciones en las formas de operar de los sistemas financieros reivindicando las funciones del mercado, pero al mismo tiempo ha planteado nuevos problemas por la creciente liquidez e inestabilidad que permea los mercados financieros internacionales. Los distintos sistemas financieros nacionales se encuentran con nuevos instrumentos y formas de operar de las finanzas internacionales, que conducen a modificaciones en las funciones y legislación que norman el sector. México enfrenta estos procesos de una manera muy profunda, porque a la vez que procede a desmontar un viejo modelo, la adopción del nuevo lo ha conducido a realizar medidas radicales que afectan toda la economía en su conjunto, pero que además en cierta medida se experimenta un terreno totalmente nuevo para la economía mexicana y sus instituciones.

El presente libro reúne trabajos de investigadores especializados en teoría monetaria y financiera, agrupados en seis secciones temáticas, que presentan un análisis teórico y empírico de los cambios de la economía mexicana sobre esta materia, presentan propuestas y críticas tanto de los procesos mismos como de las políticas con que enfrentan las autoridades monetarias nacionales

el reto que implica la mayor integración del sistema mexicano al internacional.

La primera sección analiza la política monetaria y cambiaria desde la perspectiva de las funciones y el desempeño del sistema de banco central en México. El análisis se presenta a la luz de los resultados de las transformaciones recientes que implica la globalización financiera para el instituto central, sus políticas, instrumentos y alternativas existentes. El artículo que inicia esta sección, *Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado*, propone un estudio de la política monetaria mexicana en conjunto, la profesora Guadalupe Mántey investiga el efecto del proceso de apertura y liberalización financiera sobre la capacidad del Banco de México para regular las tasas de interés a corto plazo. En el trabajo se estudia el papel de la tasa de interés en una economía abierta y un sistema financiero internacional desregulado, y se analizan los cambios en política monetaria a partir del proceso de desregulación financiera en México. En general, la integración del mercado financiero nacional a los mercados mundiales incrementa la elasticidad de la oferta y demanda de recursos respecto a la tasa de interés.

La profesora Mántey mide la efectividad de los procedimientos de regulación de tasas de interés utilizados por el banco central con un modelo uniecuacional, donde explica el diferencial relativo entre la tasa de interés interbancaria y las tasas de mercado de corto plazo. En el artículo se expone cómo la liberalización financiera y la apertura externa (con base en la estabilidad de los parámetros calculados) han afectado la capacidad de la autoridad monetaria para regular las tasas de interés a corto plazo. Se destaca particularmente que a partir de 1995, la oferta de reservas está limitada por el acuerdo de estabilización del peso firmado entre México y Estados Unidos, donde se establece un límite máximo a la expansión del crédito interno neto del Banco de México, lo que impedirá que la tasa interbancaria se determine con el mismo margen fijo sobre las tasas de mercado. La autora considera se presentará un nuevo

cambio estructural en el comportamiento del diferencial entre la tasa interbancaria y las tasas de mercado a corto plazo: el banco central influirá sobre éstas, pero ya no podrá reducirlas, sino solamente elevarlas, hasta el nivel compatible con la restricción impuesta a la base monetaria.

Por otro lado, la investigadora destaca la importancia de los nuevos instrumentos de la política monetaria, menciona que, como resultado de las reformas, ahora el Banco de México influye sobre las tasas de interés de mercado únicamente a través de cambios en su oferta de reservas al sistema financiero y operaciones de mercado abierto, de manera que las tasas pasivas se ajustan al nivel de reservas y otras variables de mercado. La autora concluye que el banco central, tras haber sido relevado de su función como agente colocador de la deuda pública interna, se ha quedado con recursos insuficientes para influir significativamente sobre las tasas de interés mediante operaciones de mercado abierto. Ante esta situación, el Banco de México ha optado por dejar que la tasa interbancaria siga a la tasa de mercado, efectuando sólo ajustes marginales en función del riesgo cambiario. Esta estrategia del banco central, si bien contribuye a elevar la liquidez del mercado secundario de valores gubernamentales no constituye un mecanismo para regular las tasas de interés de mercado.

El artículo del profesor Agustín Cue Mancera, *El Sistema de Consejo Monetario como mecanismo de estabilización económica para países en desarrollo*, explica el funcionamiento de la oferta monetaria en un consejo monetario en comparación con un banco central, analiza sus características en el proceso de estabilización y las limitaciones que representa para la política económica. En la discusión sobre la situación del Banco de México por un consejo monetario, el autor analiza las ventajas y desventajas y dicha sustitución, destaca que un sistema de consejo monetario constituye un régimen cambiario específico, diferente de cualquier régimen de flotación. Agrega que en un sistema de banco central, la base

monetaria se puede modificar discrecionalmente con base en los criterios del gobierno federal o de los directivos del banco, en el caso de que sea autónomo, de manera que el instituto central puede hacer crecer la base monetaria, aun cuando el nivel de reservas internacionales esté decreciendo. En el consejo monetario, el determinante más relevante de la base monetaria, lo sería la entrada de capitales al país, lo cual, bajo ciertas condiciones, eliminaría el riesgo cambiario.

El profesor Cue analiza las críticas al consejo monetario desde distintas perspectivas teóricas, menciona que para la escuela monetarista los rezagos sobre la economía de las medidas que influyen sobre la oferta monetaria, son su principal desventaja. El cambio para las expectativas racionales, cualquier política sistemática del banco central puede ser anulada por los agentes económicos, quienes se adelantarán a ella. Por su parte, para la escuela austríaca la política monetaria discrecional es un tipo de planeación central.

En conclusión, en términos generales, las ventajas del consejo monetario en nuestro país serían que la tasa de interés interna se reduciría, al no haber riesgo cambiario, y la inflación también se reduciría al cesar la emisión fiduciaria. Por último el autor menciona que, en cierta medida, se puede considerar que el Banco de México ha sido factor desestabilizador de la economía mexicana.

Carlos Gómez Chiñas y Rubén Piñeiro Santana presentan el trabajo *Realidades y perspectivas de la política cambiaria en México*. Comienzan con el análisis teórico de la problemática cambiaria, destacan la importancia de las políticas de tipo de cambio activas en el diseño de las políticas económicas generales a partir de la mayor importancia del sector externo en los ajustes económicos de los países en desarrollo. Los autores exponen los efectos de un manejo del tipo de cambio sobrevaluado, sobre la producción, la cuenta corriente y la competitividad externa de los productos mexicanos. Al analizar distintas opciones, los autores mencionan que una zona meta en México podría dar estabilidad cambiaria,

pero en detrimento de la autonomía de la política monetaria. Los autores concluyen que en lo inmediato la moneda mexicana se mantendrá en libre flotación y el banco central no participará activamente en el mercado de cambio hasta no lograr la estabilización completa del peso y niveles adecuados de reservas internacionales. Se remarca que, sin embargo, una correcta política cambiaria no es suficiente para un crecimiento sostenido, es necesaria además una política industrial de reconversión verdaderamente efectiva, diversificar exportaciones y generar el suficiente ahorro interno.

La segunda sección, Influencia de los flujos internacionales de capital, inicia con el artículo *Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital*, artículo que presenta el profesor Carlos A. Rozo. A partir de un análisis histórico, arriba a la proposición que ante los choques monetarios y las presiones para lograr la convergencia de las economías, el crecimiento de los flujos de capital dificulta compatibilizar los tipos de cambio fijos con la política monetaria de mediano plazo. Los efectos de los flujos de capital son la mayor volatilidad cambiaria y la autonomía en política monetaria se torna menos adecuada para contribuir a la estabilidad general y cambiaria. El autor propone que en las últimas dos décadas existe una dicotomía en la estructura financiera entre intermediarios financieros y mercados de capitales. En estas condiciones es fundamental la composición estructural del capital de las empresas: la política monetaria afecta en forma diferente la tasa de interés de los mercados que la de los intermediarios financieros con lo cual se modifica la tasa de rentabilidad de los activos financieros y se incide directamente en el tipo de cambio o en las expectativas sobre el mismo. Así, la tasa de rentabilidad de los activos financieros se altera con efectos significativos sobre los movimientos de capital y en los portafolios dependiendo de cómo los agentes económicos perciben la política monetaria.

El profesor Rozo examina la combinación entre estabilidad de precios y volatilidad cambiaria, analiza los efectos estructurales

de la globalización financiera y sobre las políticas monetaria y cambiaria. En su análisis toma en cuenta las modificaciones ocurridas en los canales de transmisión lo que conduce a mercados imperfectos a consecuencia de la información asimétrica. De esta manera al estudiar el funcionamiento de las instituciones financieras en condiciones de mercados imperfectos explica como es que se dan las incongruencias de precios y tipo de cambio. Este último se independiza de las corrientes de bienes y servicios que se intercambian internacionalmente y pasa a depender más de variables financieras.

El autor arriba a la conclusión que en la integración al homogeneizar las economías y mercados financieros, se afectan las condiciones de la oferta de dinero y la política monetaria, la integración afecta además los diferenciales entre las tasas de interés y la independencia del tipo de cambio de la economía real. Actualmente el debate teórico importante es sobre la unidad constituida por el sistema cambiario y la estructura monetaria, con el objeto de alcanzar los beneficios de la integración al mercado mundial. El autor considera que esta posibilidad tiene que ver con la redefinición del sistema de crédito en las economías nacionales.

Esta sección la cierran los investigadores Jorge A. Morales, Lilia Rodríguez Tapia e Hilda R. Dávila Ibañez, quienes presentan el artículo *Globalización y flujos de capital privado en los países subdesarrollados*. Este trabajo parte del análisis de la suspensión del financiamiento externo, y estudia el marco general de comportamiento de los flujos de capital entre países desarrollados y las economías menos desarrolladas. Los autores hacen hincapié en que los flujos de capital privado tienen efectos que provocan disturbios económicos y financieros en los países huéspedes, donde no logran transformarse de capital –dinero extremadamente líquido– en capital productivo. Al analizar las formas de transferencia del capital privado y su saldo neto en las diferentes economías, destacan los autores que la apertura indiscriminada sólo puede adoptar formas negativas. Esto es particularmente cierto en América Latina y

África, donde, a diferencia de Asia, su inserción en los mercados internacionales de capital los ha involucrado en un proceso perverso, cuyo resultado final es que son exportadoras de capital hacia los países desarrollados. Por otro lado, destacan los autores, la inversión extranjera directa se concentra en los países altamente industrializados, aunque con la conformación de mercados de capital privado a nivel mundial, los países subdesarrollados ven la posibilidad de obtener recursos financieros para su desarrollo. En este sentido, en 1993 las regiones de economías menos desarrolladas alcanzan los niveles más altos de financiamiento de los mercados privados, y luego de este punto disminuye constantemente. Esto implica una fuerte competencia por los recursos a nivel mundial, provocando que regiones como América Latina continúen con un saldo neto negativo en los flujos de capital con el exterior.

Los autores concluyen que las economías subdesarrolladas a donde se dirigen los capitales se caracterizan por la apertura restringida de la economía, y la reducción de la reglamentación del movimiento de capitales. El éxito de la estrategia radica en la medida en que, como en los países del sudeste asiático, se reduzca el ámbito de acción particularmente especulativo de los capitales internacionales.

La tercera sección, La política monetaria y sus relaciones con la inflación, nos presenta un estudio teórico-empírico de los nuevos fenómenos financieros y cómo han influido en las políticas de control inflacionario aplicadas en México, se destacan los efectos y las alternativas de tales medidas. En esta sección, en el artículo *Un análisis de largo plazo de la demanda de dinero y la inflación en México: 1925-1994*, presentado por el investigador Luis Miguel Galindo, se muestra la relación estable de largo plazo entre demanda de dinero e inflación a través de un modelo econométrico relativamente estable de demanda de dinero. El autor remarca que la existencia de una demanda de dinero estable tiene importantes consecuencias para efectos de política económica y representa un elemento fun-

damental para la determinación de los precios, las variables en términos nominales y el tipo de cambio. A través del estudio del comportamiento de los parámetros, y la relación de largo plazo entre los saldos reales y la tasa de inflación, concluye que el aumento de los saldos monetarios no conduce unívocamente a un aumento de la tasa de inflación.

En la economía mexicana, el profesor Galindo estudia, en primer lugar, la existencia de una relación estable entre demanda de dinero e inflación y en segundo lugar la relación de causalidad que se establece. Los resultados obtenidos por el investigador confirman la existencia de una relación de largo plazo entre los saldos monetarios reales, el nivel de ingreso y la tasa de inflación en México entre 1925 y 1994. Con base en distintas pruebas y análisis, el autor dice que el modelo de demanda de dinero puede utilizarse para propósitos de política económica. Concluye que, para la economía mexicana, la estabilidad en la relación de largo plazo entre los saldos monetarios reales, el ingreso y la tasa de inflación proporciona evidencia empírica relevante para los objetivos de inflación. Sin embargo, afirma, existen dificultades en el uso de una política monetaria restrictiva para controlar la tasa de inflación, porque el monto y la dinámica de la reducción de los precios puede no pronosticarse adecuadamente.

El profesor investigador Jesús Zurita nos presenta dos artículos donde se hace uso de un riguroso instrumental analítico para estudiar problemas centrales del funcionamiento actual del sistema financiero mexicano. Ellos se hace un fuerte acento en el aspecto teórico, pero con importantes indicaciones en materia de política monetaria e interpretación teórica de temas novedosos en la experiencia de investigación en México. El primer artículo que nos presenta, *Deuda pública no monetaria e inflación*, que además cierra la sección sobre inflación, demuestra que bajo ciertas condiciones, la deuda pública no monetaria incide sobre la inflación. El autor muestra cómo en el equilibrio estacionario una menor deuda pública no monetaria implica menor

inflación, aun cuando la oferta monetaria sea mayor, lo cual sucede porque la deuda pública no monetaria registra un rendimiento elevado en relación a la deuda monetaria. El autor concluye que la autoridad monetaria debería tomar en cuenta más el impacto de la deuda pública no monetaria sobre la inflación, y reducir el control de la inflación a través de la contracción del circulante.

Un marco de referencia más general nos es presentado en la sección cuarta, sobre el sector financiero y la crisis económica en México. La sección abre con el artículo *Papel de la política económica en los procesos real y financiero*, del profesor Alfredo Sánchez Daza. Aquí se nos presenta un estudio de la influencia de la política económica en las actividades productivas y financieras de la economía mexicana, destacando el bajo crecimiento acompañado de una importante dinámica financiera. Según el autor en este resultado ha influido en forma determinante la estrategia económica que incluye a la reforma financiera, la desregulación, la apertura y la privatización. El profesor Sánchez Daza remarca que las decisiones del sector real son influidas por los mercados de crédito y de dinero, y se manifiestan a través de distintos “estados de confianza” de los inversionistas. Estos han sido tales que el capital financiero se dirigirá más hacia las actividades especulativas que a la inversión productiva. En condiciones de endeudamiento e inflación, cualquier incremento en la renta real se orientará a recuperar los niveles de consumo, antes que al ahorro. Esto hará a la economía incapaz para generar mayor volumen de ahorro interno como fuente de financiamiento para la inversión productiva. Este es el significado del distanciamiento entre el sector real de la economía y el sector financiero que ha predominado en México en los últimos quince años. El autor dice que la estrategia económica de conjunto no corresponde a las necesidades propias de la economía nacional. La estrategia neoliberal en México ha tratado de estabilizar la economía con pocos resultados y altos costos sociales, al mismo tiempo ha contribuido al desarrollo del sector más concentrado de la econo-

mía: el sector financiero. El autor concluye que la estrategia económica entonces, además de no lograr la estabilidad ni el crecimiento de la economía mexicana, ha operado como un factor distorsionador estructural de la misma, al promover un sector financiero inadecuado para el sector real de la economía, lo que significa la falta de condiciones apropiadas para el financiamiento productivo que sea la base de un crecimiento sostenido con estabilidad.

Cierra esta sección el profesor Uriel Aréchiga con su artículo *El capitalismo mexicano y sus crisis*, donde nos presenta un recuento del contenido del fenómeno económico de las crisis, resaltando su interpretación como una fase del ciclo que periódicamente discurre el capital en su proceso de reproducción. Al analizar el entorno y los factores de la reciente crisis cambiaria y económica en México, encuentra que la perspectiva es continuar en el estancamiento en la medida en que el deslizamiento de la paridad se acelera o bien esperar devaluaciones violentas y en este sentido la interrupción brusca, aunque transitoria, del proceso de reproducción del capital. El autor concluye que la acumulación de capital, o el problema del ahorro interno, se mira como un proceso tortuoso que se ha traducido hasta ahora en una reducción más o menos drástica del mercado interno para la economía mexicana.

La sección cinco nos presenta un profundo análisis del mercado bursátil mexicano desde una perspectiva teórico empírica de alto nivel. En su segundo artículo, *Un esquema para analizar la bolsa de valores de México*, el profesor Zurita analiza la evolución del mercado de valores de México con un modelo de Grossman y Shiller, y encuentra que ante dividendos estables los precios de las acciones deberían elevarse sustancialmente cuando el consumo futuro es elevado relativo al consumo presente. Al indicar las limitaciones analíticas y la necesidad de explorar factores de descuento que varíen a través del tiempo, así como coeficientes de aversión al riesgo que reflejan el grado de aversión al riesgo de los participan-

tes en el mercado de valores mexicano, el profesor Zurita investiga este mercado adaptando el modelo, para avanzar en la comprensión del comportamiento de los mercados emergentes, particularmente el caso del mercado mexicano.

El profesor Jorge Ludlow Wiechers, nos presenta dos artículos que concluyen la sección y en los que hace uso de modelos económicos para presentarnos un análisis de algunos problemas básicos del funcionamiento de los mercados financieros en México. El primer artículo, *Administración de una cartera de inversión bajo CAPM, usando modelos ARCH*, el autor afirma que desde la perspectiva ortodoxa toda la información relevante respecto de la decisión de inversión está ya expresada en el precio de una acción, ya que el sistema de precios es un sistema eficiente de señales y de transmisión de información, por lo tanto, en un mercado competitivo, el precio de mercado de una acción debe expresar el valor presente neto del flujo de dividendos que la empresa es capaz de generar. El inversionista racional compara entre carteras alternativas, sustituye títulos y forma una cartera eficiente, pero faltaba una formalización que permitiera entrar a una administración del riesgo y por tanto del desarrollo del mercado de capitales.

El autor a través del análisis de distintos modelos (el modelo de fijación de precios de activos de capital CAPM, Modelos Autoagresivos de Heterocedasticidad Condicional, ARCH) y aplicando su estudio a una serie de acciones de empresas que cotizan en el mercado accionario mexicano, penetra en la administración del riesgo, explicando y analizando los procedimientos de los distintos modelos.

En su segundo artículo, *Mercados eficientes, un análisis con el IPyC*, Jorge Ludlow Wiechers se plantea la eficiencia del mercado accionario, concluye que en ésta influyen la continuidad y volumen de las negociaciones, la disponibilidad de información, las listas públicas de valores en cotización, la existencia de títulos al portador, la estandarización de las operaciones. Menciona que todo este conjunto de información inmediatamente se refleja en los precios.

De acuerdo con otros autores afirma que un mercado es eficiente con respecto a un particular tipo de información si es imposible realizar ganancias encima de las normales por el uso del conjunto de información para formular decisiones de compra y venta de títulos, agrega que en un mercado perfectamente eficiente los cambios en los precios deben ser al azar.

En conclusión, el autor propone una aplicación de las series de tiempo para determinar si las series bursátiles siguen una trayectoria al azar, en caso contrario un modelo permitiría obtener ganancias extraordinarias. La sugerencia final del profesor Ludlow es analizar las series publicadas y tomar las posibilidades que el mercado ofrece.

Cierra el presente libro el artículo *Cambios en la legislación financiera 1975-1995*, del profesor Martín Hugo Esparza Valdivia, quien estudia las modificaciones en la legislación que norma el sistema financiero mexicano desde la perspectiva de la inserción de la economía mexicana en el mercado global. De esta manera, se adecua el orden jurídico a las necesidades de un sistema financiero nuevo y en constante transformación, que va desde un incipiente mercado de valores en 1975 a un mercado bursátil efervescente en 1987. El autor destaca que las nuevas formas de la actividad financiera como el arrendamiento financiero y el factoraje son normativizadas en la legislación nacional. Por otra parte, agrega, el gobierno buscó facilitar a los inversionistas su participación en algunos renglones financieros y para ello modificó el régimen jurídico que prohibía la participación de los extranjeros en el capital de instituciones y sociedades, e incluso en algunos casos se pasó de la complicada concesión a la simple autorización. El profesor remarca que existe una reforma de especial relevancia que constituye la autonomía del Banco de México, cuyo objeto es dar disciplina y solidez a la política monetaria.

Juan Froilán Martínez Pérez

Introducción

DURANTE LOS ÚLTIMOS veinte años el sistema financiero mexicano registra profundas transformaciones, institucionales, en sus mercados y en su marco legal de regulación. En términos globales el periodo está marcado por la creación y desarrollo de la banca múltiple, la nacionalización de la banca y durante la existencia de ésta el auge del mercado de valores, que en un contexto de escasez de recursos externos es empleado por la parte gubernamental como fuente alternativa de financiamiento junto con los importantes recursos procedentes de los depósitos legales de los bancos en el Banco de México; la desregulación y liberalización del sistema financiero mexicano, en combinación con la reprivatización de la banca y la creación nuevamente de grupos financieros, abre otro momento importante de su trayectoria.

Estos cambios se inscriben en un sistema financiero internacional de globalización, la tecnología sofisticada desarrollada en comunicación y en cómputo, los novedosos mercados e instrumentos con coberturas más amplias creados ante la inestabilidad cambiaria, de precios y de tasas de interés internacionales, así como los nuevos intermediarios institucionales, en conjunto hacen posible que los flujos internacionales de capital así como los movimientos de tasas de interés, entre otros factores, influyan cada vez más en las políticas monetarias y en el comportamiento de los mercados locales, como el mexicano, es decir, éstos son más sensibles a los fenómenos financieros mundiales.

En un contexto como éste, en el que los problemas de inflación y de endeudamiento, tanto interno como externo, público y priva-

do, han hecho de la política monetaria un instrumento más de estabilización, exigían una investigación colectiva con fronteras, en tiempo y espacio, que fueran más allá del simple análisis instrumental y coyuntural, es decir, se requería un estudio de temas múltiples financieros para lograr una explicación aproximada de las distintas determinaciones de la política monetaria y del sistema financiero en México.

La literatura existente que cubre el periodo de nuestro interés es amplia pero generalmente concentrada en momentos coyunturales. La obra que inspiró a la presente cubre un periodo significativo anterior al de nuestro objeto de investigación, nos referimos a *Cincuenta años de Banca Central en México*, editada por el Banco de México a través del Fondo de Cultura Económica en su serie El Trimestre Económico, que analiza precisamente el quehacer del Banco de México durante medio siglo desde su fundación, y que ha sido y sigue siendo una obra de referencia obligada para cualquier investigador preocupado en explicar algún aspecto de la política monetaria en el país, después de esta importante obra no ha sido publicada otra semejante en cobertura de temas y en amplitud de periodo de análisis.

Éstas son las razones de la convocatoria que hicimos desde 1994 en el Departamento de Economía de la UAM Azcapotzalco a distintos investigadores especializados en asuntos financieros y por las que participan en la presente obra colegas de nuestro Departamento, del Departamento de Derecho de nuestra misma Unidad, de las Unidades de Iztapalapa y Xochimilco también de la UAM, así como investigadores de la UNAM, todos académicos con amplia experiencia en los temas por ellos abordados. El proyecto original incluía la invitación a funcionarios del propio Banco de México, a fin de lograr una obra más amplia en opiniones y enfoques, esto no fue posible debido a la inhibición que en ellos provocó la crisis de diciembre de 1994. A pesar de ello decidimos continuar con el proyecto, reuniendo investigaciones con diferentes dimensiones

de análisis y enfoques y cuyas colaboraciones describimos a continuación.

Los trabajos que incluidos en la publicación se encuentran agrupados en seis secciones temáticas distintas, algunas de ellas incluyen trabajos que se orientan directamente al análisis de algún aspecto de la economía financiera mexicana acompañados de otros que tratan asuntos estrictamente teóricos. Esta combinación, dada la amplitud y complejidad del análisis financiero, decidimos hacerla a fin de ofrecer al lector una variedad de materiales de consulta que permitan orientarlo hacia una profundización en cada tema y llamar su atención hacia aquellos que son novedosos o que no están totalmente desarrollados teórica ni empíricamente.

Nuestra primera sección está dedicada a la “Política monetaria y cambiaria”, en ella se considera el nuevo contexto que proporciona la liberalización de los servicios financieros y en relación a él se discute la efectividad de la política monetaria, realizando un contraste con la efectividad de esta política en el periodo anterior a la economía liberalizada. El hallazgo de esta investigación consiste en la demostración de una incapacidad del banco central mexicano para regular las tasas de interés de mercado por la vía de operaciones de mercado abierto, debido a la insuficiencia de recursos del propio banco.¹

El control y el abatimiento de la inflación ha sido una de las preocupaciones centrales en el país desde la crisis de 1982 hasta la actualidad, la teoría y la experiencia indican que un requisito para una actuación positiva de un banco central en este sentido es una apropiada credibilidad del banco, pero condicionada a una independencia de los ciclos políticos gubernamentales. La investigación que aborda este problema aporta elementos teóricos para su

¹ Guadalupe Mántey, “Efectividad de la política monetaria...”

análisis y lo hace revisando el debate contemporáneo, pero retomando lo aportado por la literatura clásica.²

A raíz de la crisis financiera de diciembre de 1994 fue bastante discutido el papel del Banco de México, debido a ello se desarrolló una discusión pública en torno a la posibilidad de sustituir al sistema de Banco Central por uno de Consejo Monetario. Debe decirse que el segundo no es un régimen moderno, su existencia se remonta hacia mediados del siglo pasado y alrededor de setenta de ellos han existido, aun sobreviviendo en la actualidad algunos de éstos. Sin embargo, fue insuficiente esa discusión y poco profunda. El ensayo incorporado en esta obra colectiva considera que un sistema de Consejo Monetario puede servir como mecanismo de estabilización a un país en desarrollo, pero, lo que es necesario aceptar es que para un sistema de Banco Central como para uno de Consejo Monetario, las ventajas y desventajas deben ser discutidas y evaluadas en conjunto, no por separado.³

La política cambiaria ha sido otro punto crucial de la estrategia de estabilización, después de cada devaluación, y sus efectos tanto positivos en el ajuste comercial de corto plazo como sus desventajas para el aparato industrial, la tendencia a la sobrevaloración del tipo de cambio es un problema que no termina por resolverse ni se resolverá mientras no se logre una convincente estabilización del peso en el mercado cambiario y adecuadas reservas internacionales que respalden el valor de la moneda local. ¿Cuál es el régimen cambiario más apropiado para el país? La respuesta o por lo menos los criterios de solución, pasan por un examen de la experiencia de política cambiaria; una revisión de las diferentes opciones de régimen cambiario se localiza en el cuarto y último trabajo de nuestra primer sección.⁴

² Hugo Contreras, *"Credibilidad e independencia..."*

³ Agustín Cue, *"El sistema de Consejo Monetario..."*

⁴ Carlos Gómez y Rubén Piñeiro, *"Realidades y perspectivas..."*

¿Cómo influyen los flujos internacionales de capital en las políticas monetaria y cambiaria? La cancelación de los acuerdos internacionales sobre tipos de cambio fijos por políticas de tipos de cambios flexibles, a fin de lograr la compatibilización entre el crecimiento de los flujos de capital y las necesidades de estabilización de las economías, no encuentra los resultados esperados, al contrario, esos flujos de capital han sido un obstáculo a las políticas de estabilización, su explicación puede estar en la contradicción ("dicotomía financiera") desarrollada en la estructura financiera durante las dos décadas recientes entre los intermediarios financieros y los mercados de capital. Un análisis en este sentido puede dar luz respecto al papel de los mercados financieros integrados, impulsados por la innovación y la liberalización financieras en su relación con la oferta de dinero y los canales de transmisión de la política monetaria, en consecuencia, desde este punto de vista sería posible evaluar los alcances y posibilidades de las autoridades financieras en materia de política monetaria y política cambiaria. La primera investigación de la segunda sección, intitulada: "Influencia de los flujos internacionales de capital", se ocupa de este problema.⁵

En segundo lugar es incluido otro trabajo que viene a complementar el tema de dicha sección, y está orientado a una evaluación de los flujos de capital privado hacia las economías subdesarrolladas en el contexto de la globalización, poniendo el acento en el doble papel que han desempeñado: uno, como generadores de transferencias netas de recursos hacia los países desarrollados; dos, como potenciales en materia de inversión productiva, pero, a condición de adoptar una nueva política de regulación de los flujos de capital que proporcione prioridad y estímulo a la inversión extranjera directa, esto sugiere que el problema no es la entrada de capital sino el área donde se invierta.⁶

⁵ Carlos Roza, "Política monetaria..."

⁶ Rodríguez, Morales y Dávila, "Globalización y flujos de capital..."

En una obra como la que estamos presentando no podían faltar estudios específicamente relacionados con la inflación. En la tercera sección, "Relaciones con la inflación", están incluidos dos trabajos al respecto. El primero, también apoyado en una literatura actualizada, se ocupa de un tema fundamental en la teoría económica contemporánea, analiza la demanda de dinero para el caso de México y su relación con el nivel de ingreso y la tasa de inflación en el periodo 1925-1994. La investigación permite construir un modelo econométrico relativamente estable de demanda de dinero, y que por las características descubiertas en los parámetros logra destacar que la relación de largo plazo entre los saldos reales y la tasa de inflación debe interpretarse como una función de demanda de dinero y no como una ecuación de precios, lo cual cuestiona uno de los postulados centrales de la teoría monetaria tradicional consistente en una relación de causalidad de los saldos monetarios sobre la tasa de inflación, fenómeno que es de suma importancia para la política económica.⁷

Los adelantos más recientes en la teoría económica y en la investigación empírica hoy permiten, como en el caso anterior comentado, y como en el segundo trabajo de la tercer sección, cuestionar los estigmas de que ha sido objeto la relación entre el dinero y los precios, y por tanto la relación entre la política monetaria y la tasa de inflación. En el segundo trabajo aludido es empleada, como herramienta de análisis, una curva de Laffer en la recaudación obtenida a través del impuesto inflacionario, para demostrar que la deuda pública no monetaria incide sobre la inflación, bajo ciertas condiciones, lo que significa una situación de alerta para la autoridad monetaria pero también una visión necesariamente más flexible de su parte respecto a la emisión de circulante que puede resultar más conveniente, según el propósito

⁷ Luis Miguel Galindo, "Un análisis de largo plazo..."

antiinflacionario, para el financiamiento del sector público que hacerlo por la vía de una mayor deuda no monetaria.⁸

Otra dimensión de análisis, incorporada en nuestra cuarta sección, "Sector financiero, crisis y política económica", es la consideración de la política monetaria en su relación con las políticas de estabilización y su impacto sobre los sectores productivo y financiero, otra "dicotomía" que se ha visto profundizada en el caso mexicano por la política económica en conjunto; el primer estudio incluido, referido al caso mexicano, enjuicia las tesis que han hecho de los procesos de liberalización una apología, en el sentido de los resultados que debieran de esperarse de esos procesos en favor del financiamiento productivo, como contraparte se destaca la necesidad de una nueva política precisamente de financiamiento del desarrollo.⁹

Desde una óptica de la economía política, en el segundo trabajo de dicha sección, son analizadas las raíces de las crisis del capitalismo mexicano para demostrar, entre otras cosas, que las crisis no son sólo por problemas financieros o equívocos de política monetaria, sino que la permanencia de desequilibrios estructurales son su fundamento que bajo formas distintas, reaparecen en cada crisis.¹⁰

El análisis de la política monetaria y de un sistema financiero en liberalización quedaría muy incompleto si no es considerado el mercado de valores. No obstante las limitaciones de la teoría económica para analizarlo y la complejidad del mismo, existen posibilidades de adopción de algún enfoque para su estudio. Este es el propósito teórico del primer trabajo incluido en la quinta sección de la presente obra, "Sector bursátil", que partiendo de un modelo

⁸ Jesús Zurita, *"Deuda pública..."*

⁹ Alfredo Sánchez, *"Papel de la política económica..."*

¹⁰ Uriel Aréchiga, *"Acerca del capitalismo mexicano..."*

de Grossman y Shiller, llega a la fórmula del precio de una acción, y a la fórmula de Hall referente a la caminata aleatoria que registran, bajo ciertas condiciones, los precios de las acciones. Es propositiva esta investigación en virtud de que sugiere el inicio de una agenda de investigación del mercado de valores mexicano, pero incorporando al análisis aspectos psicológicos y sociológicos a fin de lograr una mejor capacidad explicativa y predictiva del modelo.¹¹

Una preocupación central tanto para economistas como para inversionistas, es el concepto de eficiencia, de éste precisamente se ocupan otros dos trabajos incluidos en la quinta sección de esta obra. El primero está orientado al diseño de una cartera eficiente, demostrando la ventaja empírica del uso de modelos ARCH sobre modelos CAPM y empleando información de un conjunto de empresas mexicanas que cotizan en el mercado de valores y que resultan de amplia utilidad para el análisis especialmente del mercado de capitales, el mercado menos desarrollado en el país que el mercado de dinero.¹² El segundo trabajo se concentra en el problema de la eficiencia de los mercados, para ello usa nuevamente series bursátiles del mercado de valores mexicano.¹³

Como mencionamos al inicio de esta introducción, el sistema financiero mexicano ha registrado cambios profundos en las dos últimas décadas, uno de ellos es el correspondiente a su marco legal, es por esto que se incluye una sexta sección, "Marco legal", con un solo trabajo que se remite a la descripción somera de los cambios en la legislación financiera del país durante el periodo 1975 a 1995, y que como es de suponerse da cuenta de las importantes transformaciones en las normas que rigen las nuevas formas de operación y de agrupación de todos los intermediarios financie-

¹¹ Jesús Zurita, "Un esquema..."

¹² Jorge Ludlow, "Administración de una cartera..."

¹³ Jorge Ludlow, "Mercados eficientes..."

ros con el propósito de adecuar generalmente las leyes a la realidad cambiante, exigente de recursos para el desarrollo económico y en integración con el sistema financiero internacional.¹⁴

En general, lo que uno puede darse cuenta de nuestro sistema financiero es que los cambios que han venido introduciéndose en el mismo van con cierto rezago con respecto a los ocurridos a nivel internacional, eso es una ventaja desde el punto de vista de la experiencia que podría ser retomada en materia de regulación, supervisión y vigilancia de la operación de los mercados y los agentes económicos, sin embargo, esto no parece ser así, la crisis de diciembre de 1994 nos hizo recordar otras experiencias que ya vivieron situaciones similares, esperamos que esta obra contribuya a comprender la nuestra.

Resumidamente esto es en conjunto lo que ofrece la presente obra colectiva. Estamos conscientes de la ausencia de muchos temas u otros tratados insuficientemente. El sistema financiero en general ha alcanzado un alto grado de complejidad y de sofisticación que sería imposible agotar uno de ellos, por lo menos. Lo publicado aquí, sin embargo, esperamos cubra las expectativas de dar una aproximación a los problemas de la política monetaria en México y del sistema financiero en su conjunto.

Agradecemos ampliamente el apoyo proporcionado por el Departamento de Economía de la UAM Azcapotzalco y al conjunto de especialistas que con su dictaminación hicieron posible la publicación de esta obra.

Verano de 1997
Alfredo Sánchez Daza

¹⁴ Martín Hugo Esparza, *"Cambios en la legislación..."*

Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado

*Guadalupe Mántey de Anguiano**

INTRODUCCIÓN

EL PROPÓSITO de este trabajo es investigar el efecto que ha tenido el proceso de apertura y liberalización financiera, experimentado por nuestro país en la década pasada, sobre la capacidad del Banco de México para regular las tasas de interés a corto plazo.

Primeramente analizaremos el papel que juega la tasa de interés en una economía abierta a un sistema financiero internacional desregulado. Después haremos una breve reseña del proceso de desregulación financiera desarrollado en México, y señalaremos los principales cambios observados en la instrumentación de la política monetaria.

Posteriormente, propondremos un modelo uniecuacional para medir la efectividad de los procedimientos de regulación de tasas de interés utilizados por el banco central, y presentaremos los resultados de su estimación con datos trimestrales del periodo 1979.2-1994.3.

** Profesora Titular C. Área de Economía Monetaria, Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.*

Finalmente, analizaremos la estabilidad de los parámetros calculados a fin de derivar conclusiones respecto a los efectos de la liberalización y apertura financiera sobre la capacidad del Banco de México para influir sobre las tasas de interés a corto plazo.

OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

Durante los últimos quince años, la instrumentación de la política monetaria en México ha cambiado radicalmente; y no es que los objetivos de esta política hayan variado, sino que se han identificado mecanismos de transmisión de las variables instrumentales anteriormente no contemplados.

Dos preocupaciones permanentes de la autoridad monetaria han sido: mantener la estabilidad de los precios internos y el equilibrio externo. Sin embargo, la percepción de los factores que influyen sobre la tasa de inflación doméstica ha variado con el tiempo, al igual que las variables que determinan el equilibrio externo. Estos dos fenómenos están estrechamente vinculados a cambios estructurales en el sistema financiero internacional.

A mediados de los 1960's, prevalecía en México la idea de que para mantener la estabilidad de los precios internos era preciso controlar los agregados monetarios. Se pensaba que la disponibilidad de crédito era un factor determinante del gasto, ya que los principales componentes de la demanda interna eran inelásticos a las tasas de interés, y el saldo de la balanza de pagos dependía fundamentalmente de los precios internacionales de las materias primas que exportábamos. Se argumentaba, además, que los controles directos a la expansión del crédito eran más efectivos para regular el gasto, dado que no existían sustitutos cercanos del dinero y la velocidad de circulación de éste ya era elevada (Brothers y Solís, 1967).

En esos años, la teoría monetaria dominante suponía que la autoridad monetaria controlaba la oferta monetaria, y que ésta determinaba el nivel de los precios.

Durante los 1970's esta concepción varió, aceptándose que cuando el dinero es escaso con relación a la demanda, se estimulan las innovaciones financieras que generan sustitutos de pago (Kaldor, 1973; Minsky, 1982; Dow, 1991); de modo que es el crecimiento del ingreso nominal el que tiende a incrementar la oferta monetaria y no al revés.

Congruente con la teoría de la oferta monetaria endógena, ganó terreno la teoría de la inflación como resultado de la presión de costos. Bajo este enfoque, la mejor contribución que la política monetaria puede hacer a la estabilidad de precios es mediante el sostenimiento del tipo de cambio.

El nuevo papel asignado a la política monetaria se presentó al mismo tiempo que ocurrían los tres fenómenos siguientes: i) se propagaba por el mundo una tendencia hacia la desregulación y apertura de los sistemas financieros nacionales; ii) se desintegraba el sistema monetario de tipos de cambio fijos de Bretton Woods; y iii) se producía una revolución tecnológica en las telecomunicaciones. Estos hechos derivaron en un crecimiento explosivo de la liquidez mundial, y en flujos internacionales de capital especulativo, de magnitudes muy superiores a los desequilibrios comerciales entre las naciones.

LA REFORMA FINANCIERA DE LOS 1980'S

Las transformaciones en el sistema monetario internacional, la difusión de la nueva tecnología en las instituciones financieras, y los efectos desestabilizadores del capital especulativo internacional, obligaron a realizar cambios profundos en la instrumentación de la política monetaria en México desde fines de la década de los 1970's. Estos cambios se encaminaron a sustituir el antiguo sistema

de controles cuantitativos y cualitativos a la expansión del crédito, por un manejo más ágil de las tasas de interés.

Antes de 1979, el Banco de México fijaba las tasas de interés pasivas de los bancos y regulaba el crédito mediante un complejo sistema de encajes básicos y marginales, ofreciendo en ocasiones especiales fondos o depósitos (según fuera el caso) a los bancos comerciales a tasas preestablecidas (Baquero y Ghigliazza, 1983). Ante la ausencia de un mercado de valores desarrollado donde pudieran negociarse los títulos gubernamentales, el propio banco central se encargaba de colocar la deuda pública interna en el sistema bancario, simultáneamente con sus funciones de regulación monetaria.

La fijación de las tasas pasivas de la banca comercial, y el ajuste posterior entre la captación y el financiamiento —que se hacía mediante el complicado sistema de encajes, depósitos y créditos del banco central—, se volvió inmanejable cuando las tasas de interés internacionales acentuaron su volatilidad en respuesta al establecimiento de tipos de cambio flexibles y al rápido crecimiento de la liquidez internacional.

Inicialmente, las autoridades monetarias recurrieron a una revisión más frecuente de las tasas pasivas permitidas a la banca comercial, pero gradualmente este sistema de controles se fue abandonando, adoptándose en su lugar mecanismos de regulación a través del mercado. Así, en 1979 se estableció el régimen de subastas para la asignación de los créditos del banco central, el cual se extendió a los depósitos en 1981.

Paralelamente, se comenzó a desarrollar el mercado de títulos gubernamentales de corto plazo (Cetes), con la idea de separar posteriormente las funciones de regulación monetaria y de gestión de la deuda pública interna, relevando al banco central de esta última tarea. En 1985, el encaje legal se sustituyó por regulaciones sobre la inversión de la cartera bancaria, las cuales fueron decreciendo hasta desaparecer a medida que el Gobierno Federal fue saneando sus finanzas.

Posteriormente, en 1988, se liberalizaron todas las tasas de interés en moneda nacional. Para evitar una alta volatilidad del rédito como resultado de movimientos especulativos de capital internacional, esta medida se complementó, en 1991, con el establecimiento de un tipo de cambio interbancario fluctuante dentro de una banda de flotación creciente. Esta banda tenía como piso el tipo de cambio interbancario mínimo de compra registrado a una fecha dada, y como techo el tipo de cambio máximo de venta al menudeo sujeto al desliz acordado en el pacto de estabilización.

Para consolidar la liberalización financiera (Pereira Leite, 1993) y asegurar la libertad de maniobra del banco central –dentro de los límites acordados en los lineamientos de la política económica–, en 1993 se decidió otorgar autonomía al instituto emisor.

NUEVOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como resultado de estas reformas, el Banco de México influye ahora sobre las tasas de interés de mercado únicamente a través de cambios en su oferta de reservas al sistema financiero y operaciones de mercado abierto.

El Banco de México interviene en dos tipos de mercados: el mercado interbancario de préstamos, y el mercado de valores gubernamentales. En el mercado interbancario los bancos se prestan entre sí sus reservas excedentes. Por mucho tiempo, este mercado ayudó a superar las deficiencias del mercado de capitales, permitiendo a los bancos superar sus problemas de liquidez (Rodríguez y Salas, 1985). El banco central organiza este mercado e interviene en él cuando lo juzga conveniente. Mediante el suministro o retiro de reservas, el instituto emisor determina la tasa de interés interbancaria, que es un valioso indicador de las disponibilidades de recursos en el sistema financiero. Esta tasa, a su vez, influye sobre las tasas ofrecidas por los bancos para captar recursos de sus clientes, y sobre otras tasas de mercado.

En el mercado de valores, el Banco de México realiza operaciones de mercado abierto con títulos gubernamentales de su cartera; de esta manera influye sobre las tasas de reportos de Cetes, que son una fuente alternativa al mercado interbancario para el fondeo de los bancos comerciales.

Cuando el sistema financiero estaba regulado, el Banco de México fijaba las tasas pasivas y variaba las reservas del sistema para que sostuvieran ese nivel de tasas de interés. Esto lo hacía mediante cambios en el encaje legal o en el crédito a bancos. Así, cuando la tasa pasiva generaba una captación por encima de la demanda de financiamiento, el banco central remuneraba las reservas excedentes o elevaba el encaje legal.

En el sistema desregulado, por contraste, el banco central administra las reservas, y las tasas pasivas se ajustan al nivel que ésta y otras variables del mercado determinan.

Ambos sistemas presuponen una relación estable entre la proporción de reservas a recursos bancarios y las tasas de interés a corto plazo. La provisión de reservas, sin embargo, no es la única fuente de variación de las tasas de interés a corto plazo, particularmente en una economía abierta. Las tasas de interés externas, las fluctuaciones en el tipo de cambio, las expectativas respecto a éstas y otras variables que influyen en el gasto interno, etc., afectan indiscutiblemente el rédito a corto plazo. Estas influencias pueden dificultar la labor de la autoridad monetaria, particularmente en un sistema financiero desregulado.

La mayor integración del mercado financiero nacional a otros mercados financieros del exterior tiende a incrementar la elasticidad respecto a la tasa de interés, tanto de la oferta de recursos como de su demanda, pues los ahorradores y los inversionistas pueden escapar fácilmente al mercado exterior ante condiciones más favorables de tasas de interés en depósitos o en préstamos. Esto reduce los efectos de las acciones de la autoridad monetaria y la obliga a intensificar sus medidas para regular las tasas de interés.

Dado que México ha pasado por un proceso de desregulación financiera con fuerte apertura al exterior, interesa saber si estos desarrollos han erosionado la capacidad del banco central para influir sobre el costo del dinero a corto plazo.

MODELO DE EVALUACIÓN

Para analizar los efectos de la desregulación y la apertura financieras sobre la efectividad de la política monetaria en México, utilizaremos un modelo uniecuacional parecido al usado por Radecki y Reinhardt (1989) para Estados Unidos. Trataremos de explicar el diferencial relativo entre la tasa de interés interbancaria (π_{IB}) —que regula directamente el Banco de México mediante su oferta de reservas al sistema—, y las tasas de interés de corto plazo, que se determinan libremente por las fuerzas del mercado.

Como factores influyentes en este diferencial consideraremos, en primer lugar, las acciones deliberadas de la autoridad monetaria a través de la provisión de reservas al sistema bancario. Seguidamente incorporaremos los factores externos que pueden afectar las tasas de mercado a corto plazo, como son las tasas de interés en Estados Unidos y las fluctuaciones observadas y esperadas en el tipo de cambio. Finalmente, consideraremos otros factores domésticos que pueden afectar el diferencial, como son: la política fiscal, las decisiones de gasto privado, la estructura de la cartera bancaria y la posición competitiva de los bancos. Resumiendo, el modelo de análisis será el siguiente:

$$\pi_{IB}/TCP = A + BR + \sum C_i X_i + \sum D_j Z_j + u$$

Donde π_{IB} es la tasa interbancaria; TCP es una tasa de interés a corto plazo de mercado; R es la relación de reservas en el banco central a recursos de los bancos comerciales; X_i son los factores

externos que pueden influir en las tasas a corto plazo; Z_i son los factores internos que afectan al mercado de préstamos; A, B, C y D son parámetros; y u es un término aleatorio.

Los parámetros del modelo nos indicarán el grado de control que ejerce la autoridad monetaria sobre las tasas de interés de mercado, y las pruebas convencionales sobre su estabilidad nos permitirán apreciar algunos efectos de la desregulación financiera y la apertura externa sobre la eficacia de los instrumentos de la política monetaria.

ESTIMACIÓN DEL MODELO

El modelo se estimó con datos trimestrales del periodo 1979.2-1994.3. El diferencial se obtuvo dividiendo la tasa de interés interbancaria entre la tasa de interés de Cetes a tres meses de plazo.

Las variables que se consideraron potencialmente explicativas del diferencial se clasificaron en tres grandes grupos, de acuerdo al modelo presentado:

- i) Indicadores de la relación de reservas a recursos de los bancos comerciales.
- ii) Indicadores del rendimiento de activos financieros externos y riesgo cambiario.
- iii) Indicadores de las condiciones del mercado interno de préstamos. Aquí se incluyeron variables representativas tanto de la demanda como de la oferta de crédito.

El primer grupo se formó con variables construidas con diferentes definiciones del nivel de reservas, incluyendo o excluyendo conceptos como las reservas de caja, el financiamiento neto del Banco de México a los intermediarios financieros, las tenencias bancarias de valores gubernamentales, etc.

En el segundo grupo se incluyeron las tasas de interés sobre depósitos en dólares a diferentes plazos en el mercado financiero de Estados Unidos y en el euromercado, ajustadas por variaciones en el tipo de cambio y también por expectativas de devaluación. Como indicadores del riesgo cambiario se utilizaron, además del tipo de cambio real y los diferenciales de las tasas de inflación entre México y Estados Unidos, diversas relaciones calculadas con base en el flujo neto de divisas de la balanza de pagos, el rubro errores y omisiones, el saldo de la cuenta corriente, la balanza comercial, el flujo de importaciones, la balanza de capital, la reserva de activos internacionales del banco central, el nivel de actividad económica, etc.

Dentro del tercer grupo se consideraron variables representativas de la demanda de préstamos, como el déficit gubernamental, la inversión bruta fija, el nivel de actividad económica, el índice de precios del mercado accionario, etc. También se incluyeron variables indicativas de la posición competitiva de los bancos y de la estructura de su cartera, como por ejemplo la participación de valores gubernamentales en sus activos, la proporción de su captación en moneda extranjera, su margen de intermediación, etc.

El mejor ajuste lineal que se obtuvo del modelo se presenta en el Cuadro 1. Los resultados de las pruebas de raíces unitarias de las variables incluidas se muestran en el Cuadro 2.

La ecuación estimada indica que el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa de Cetes a tres meses (3) se comporta conforme a un modelo de ajuste parcial. La variable dependiente con rezago de un trimestre ostenta un coeficiente de 0.32, significativo a un nivel de confianza del 99 por ciento.

La variable BASM3, que mide la relación que existe entre la base monetaria y el conjunto de obligaciones a corto plazo de las bancas comercial y de desarrollo, muestra la influencia directa que tiene la autoridad monetaria sobre la tasa de interés interbancaria. Su coeficiente, conforme a lo esperado, es negativo y altamente significativo.

Cuadro 1

Modelo Estimado para el Diferencial entre la Tasa Interbancaria y la Tasa de Cetes a Tres Meses Periodo 1979.2-1994.3

Ecuación de Regresión (*):

$$\begin{aligned} \text{TIPCET3} = & 0.326 \text{ TIPCET3}_{-1} - 0.228 \text{ BASM3} - 3.380 \text{ VAGRECD} + \\ & (2.80) \quad \quad \quad (-2.35) \quad \quad \quad (-3.65) \\ & + 0.712 \text{ TIACPP}_{-1} - 0.479 \text{ TICRIG} \\ & (5.73) \quad \quad \quad (-1.63) \end{aligned}$$

R^2 Ajustada = 0.49.

F (62 observaciones) = 15.95.

Prueba Arch de heteroscedasticidad (2 rezagos):

Probabilidad de F = 0.16.

Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial de residuos (2 retrasos):

Probabilidad de F = 0.51.

Prueba Jarque-Bera de normalidad de residuos:

Probabilidad de F = 0.40.

Los números entre paréntesis debajo de los parámetros son los estadísticos t, calculados con la matriz de covarianza de White para corregir por heteroscedasticidad.

(*) Significado de las Variables:

TIPCET3 = Diferencial realtivo entre la tasa interbancaria y la tasa de Cetes a tres meses.

VAGRECD = Variación de la relación entre los valores gubernamentales en poder de las bancas comercial y de desarrollo y sus recursos totales.

TIACPP = Diferencial relativo entre la tasa de interés activa y el costo porcentual promedio de captación.

TICRIG = Tasa de crecimiento del tipo de cambio real.

Como resultado de la sustituibilidad que existe entre los depósitos en el banco central, el efectivo en caja y las tenencias bancarias de valores gubernamentales, se aprecia un signo también negativo en la variable VAGRECD. Esta variable representa los cambios en la

Cuadro 2
Pruebas de Raíces Unitarias de las Variables Incluidas
en el Modelo Periodo 1978.1-1995.1

<i>Variable</i>	<i>Prueba (*)</i>	<i>t</i>	<i>Significación</i>
TIPCET3	1	-4.23	1%
TIPCET3	2	-2.65	1%
BASM3	3	-2.67	1%
BASM3	4	-2.46	5%
VAGRECD	3	-8.09	1%
VAGRECD	4	-3.64	1%
VAGRECD	2	-3.61	1%
TIACPP	1	-5.69	1%
TIACPP	2	-2.85	5%
TICR1G	3	-7.05	1%
TICR1G	1	-7.08	1%
TICR1G	4	-1.93	10%

(*) *Pruebas DFA:*

- 1 *Con constante y sin rezagos.*
- 2 *Con constante y dos rezagos.*
- 3 *Sin constante y sin rezagos.*
- 4 *Sin constante y dos rezagos.*

proporción de títulos gubernamentales en la cartera bancaria, los cuales dependen en gran medida de las intervenciones del banco central en el mercado de valores.

Juntas las variables RVREC1 y VAGRECD dan cuenta de la política seguida por el banco central en su oferta de reservas.

La variable TIACPP (-1) informa sobre la conducta de los bancos en cuanto a su demanda de reservas. TIACPP (-1) es la relación entre la tasa activa y el costo porcentual promedio de captación en el trimestre anterior; esta variable se toma como indicador de la

utilidad bancaria sobre préstamos, que determinará la posición de los bancos en su demanda de fondos al mercado interbancario.

La variable *TICR1G* indica el crecimiento del tipo de cambio real. Su signo negativo en la ecuación se interpreta como: resultado de las presiones inflacionarias que las devaluaciones monetarias generan, y que ocasionan alzas en las tasas de interés de mercado.

Conviene señalar que, aunque esta última variable contribuyó al mejor ajuste, otros indicadores de riesgo cambiario mostraron coeficientes muy significativos. Entre éstos se cuentan las tasas de rendimiento en pesos percibidas sobre los certificados de depósito a tres meses en Estados Unidos, así como las correspondientes a los depósitos en eurodólares de igual plazo; las tasas de rendimiento en pesos esperadas de estos dos instrumentos, que incorporan el rezago en el tipo de cambio medido por el diferencial de precios al consumidor entre México y Estados Unidos; y la participación de la captación de recursos en moneda extranjera dentro de los diferentes agregados monetarios, y la variación en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El modelo descrito explica 49 por ciento de la varianza del diferencial entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de rendimiento de Cetes a tres meses. Dado que en el periodo muestral hubo importantes cambios en la instrumentación de la política económica, en la siguiente sección analizaremos la estabilidad de los parámetros del modelo.

ESTABILIDAD DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO

Nos interesa saber si la liberalización financiera y la apertura externa que ha experimentado la economía mexicana en los últimos quince años han afectado la capacidad de la autoridad monetaria para regular las tasas de interés de corto plazo.

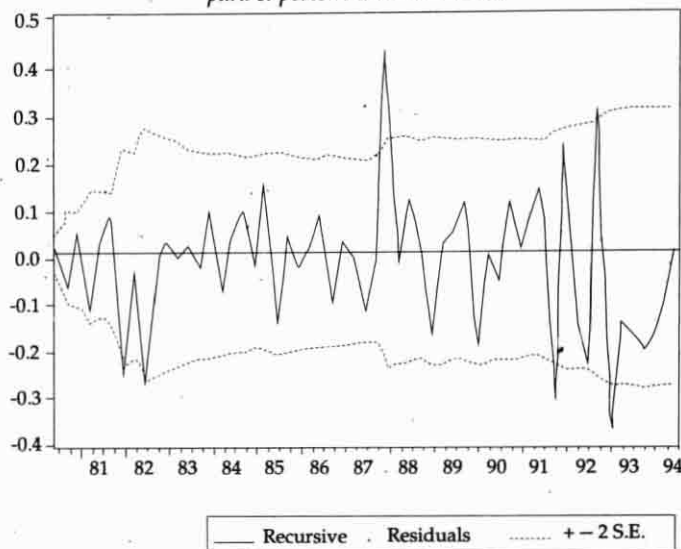
Las pruebas de estabilidad de parámetros aplicadas al modelo indican que en 1988, año en que se liberaron todas las tasas de interés en moneda nacional, se dio un cambio estructural en el sistema financiero mexicano. La prueba de Chow, dividiendo las observaciones en dos periodos a partir del primer trimestre de 1988, arroja una estadística $F=3.75$, significativa a un nivel de confianza del 99 por ciento. La estimación recursiva del modelo también indica que, a partir de 1988, los errores recursivos tienden a incrementarse, excediendo en ocasiones las bandas de dos errores estándar en torno a la media (ver Gráfica 1).

Si dividimos el periodo muestral en dos sub-periodos y re-estimamos el modelo con datos de 1988.1 a 1994.3 solamente, encontramos que la variable $BASM3$ deja de ser significativa, al igual que la variable dependiente rezagada; y que en su lugar el término constante adquiere alta significación (ver Cuadro 3).

Estos resultados sugieren que el proceso de determinación de la tasa interbancaria ha variado en el sistema financiero liberalizado, y que mientras el resto de tasas de interés se determinan ahora por las fuerzas del mercado, el costo de los recursos del banco central se establece aumentando un margen semi-fijo a las tasas de interés de los activos sin riesgo.

Antes de 1988, como hemos señalado, el Banco de México fijaba las tasas de interés pasivas de los bancos, y permitía que éstos, de acuerdo a las condiciones del mercado de préstamos, depositaran reservas excedentes al encaje, las cuales eran remuneradas con un interés que fijaba el propio banco central. Éste, por lo tanto, podía controlar tanto la tasa interbancaria como las tasas pasivas, siendo el monto de reservas depositadas la variable que ajustaba el diferencial. Lo anterior explica por qué, en la estimación del modelo para el periodo 1979.2-1994.3 la variable $BASM3$, que mide la proporción de reservas a pasivos bancarios de corto plazo, fue tan significativa.

Gráfica 1
Residuos recursivos del Modelo Estimado
para el periodo 1979.2-1994.3



Al liberarse las tasas de interés en moneda nacional, con un mercado de valores gubernamentales ya robusto y derogada la legislación del encaje legal, los bancos han tenido otras opciones para ajustar sus posiciones de liquidez aparte del recurso que ofrece el banco central en el mercado interbancario. En competencia con éste están ahora las operaciones de reporto de Cetes y las tasas que los bancos pueden ofrecer a sus depositantes. Para influir sobre estas tasas de mercado, la autoridad monetaria debe ahora no sólo regular las reservas que ofrece directamente a los bancos; sino también realizar operaciones de mercado abierto con valores gubernamentales de su cartera.

La derogación del encaje legal para pasivos bancarios en moneda nacional, sin embargo, privó al banco central de un volumen importante de recursos para su intervención en el mercado bursátil.

Cuadro 3

*Modelo Estimado del Diferencial entre la Tasa Interbancaria
y la Tasa de Cetes a Tres Meses Periodo 1988.1-1994.3*

Ecuación de Regresión (*):

$$\begin{aligned} \text{TIPCET3} = & 0.591 - 3.547 \text{ VAGRECD} - 1.978 \text{ TICR1G} + \\ & (1.75) \quad (-1.98) \quad (-2.64) \\ & + 0.549 \text{ TIACPP}_{-1} \\ & (2.09) \end{aligned}$$

R^2 Ajustada = 0.29.

DW = 1.99.

F (27 observaciones) = 4.60.

Prueba Arch de heteroscedasticidad (2 rezagos):

Probabilidad de F = 0.76.

Prueba Jarque-Bera de normalidad de residuos:

Probabilidad de F = 0.52.

Prueba Breusch-Godfrey de correlación serial de errores (2 retrasos):

Probabilidad de F = 0.83.

(*) Significado de las Variables:

TIPCET3 = Diferencial relativo entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de rendimiento de Cetes a tres meses.

VAGRECD = Variación de la relación entre la tenencia de valores gubernamentales de las bancas comercial y de desarrollo y sus recursos totales.

TICR1G = Tasa de crecimiento del tipo de cambio real.

TIACPP = Diferencial relativo entre la tasa de interés activa y el costo porcentual promedio de captación.

Los depósitos de los bancos comerciales en el Banco de México, que en 1979 representaban un 37 por ciento de la captación bancaria, para 1988 sólo significaban un 7 por ciento de ese total.



Si la principal variable instrumental con que cuenta la autoridad monetaria para influir sobre las tasas de interés a corto plazo se torna no significativa con la liberalización bancaria, cabe preguntarse: ¿qué representa en estas condiciones el diferencial entre la tasa de interés interbancaria y la tasa de mercado?

Los resultados sugieren que el banco central, ante la imposibilidad de dirigir las tasas de corto plazo mediante operaciones de mercado abierto —debido a la escasez de los recursos con que cuenta—, ha optado por dejar que la tasa interbancaria fluctúe *siguiendo* a las tasas de mercado, y no a la inversa. La pérdida de significancia de la variable dependiente rezagada, y la aparición de una constante significativa, pueden interpretarse como señales de que el proceso de ajuste parcial del mercado de fondos del banco central cedió su lugar a un mecanismo exógeno de determinación de la oferta de reservas, desde 1988 hasta fines de 1994, antes de la firma del convenio de estabilización del peso con las autoridades hacendarias norteamericanas.

Aparentemente, la tasa interbancaria en el sistema financiero mexicano liberalizado ha jugado el papel de una penalidad impuesta a los bancos por el uso del recurso de última instancia del banco central, a fin de inducirlos a fondearse en el mercado de valores. En otras palabras, la intervención de la autoridad monetaria en el mercado interbancario, más que un medio para influir en las tasas de corto plazo, parece estar dirigida a aumentar la liquidez del mercado de títulos gubernamentales, para hacerlo más eficiente en la determinación de las tasas de interés de equilibrio.

A partir del primer trimestre de 1995, la oferta de reservas se ha visto limitada por los términos del acuerdo de estabilización del peso firmado entre los gobiernos de México y Estados Unidos. Este convenio, como es sabido, establece un límite máximo de 10 mil millones de pesos a la expansión del crédito interno neto del Banco de México para 1995, lo que probablemente impedirá que la tasa interbancaria se determine con el mismo margen fijo sobre las tasas

de mercado. En este año, por lo tanto, es probable que se registre un nuevo cambio estructural en el comportamiento del diferencial entre la tasa interbancaria y las tasas de mercado a corto plazo. La autoridad monetaria volverá a influir sobre estas últimas, aunque ejercerá un control asimétrico, ya que no podrá reducirlas, sino solamente *elevárlas*, hasta el nivel compatible con la restricción impuesta a la base monetaria.

RECAPITULACIÓN Y CONCLUSIONES

Hasta 1987, cuando el Banco de México controlaba las tasas de interés pasivas de la banca comercial, las reservas de los bancos comerciales en el banco central y la tasa de interés interbancaria constituían las variables de ajuste a la demanda de liquidez por los bancos, y a la pérdida de reservas internacionales por el déficit en cuenta corriente.

La autoridad monetaria fijaba las tasas pasivas a modo de asegurar rendimientos competitivos frente a los instrumentos financieros del exterior, y a través de los coeficientes de encaje legal, y de la tasa interbancaria, regulaba el crédito interno al sector privado.

El mecanismo que seguía el Banco de México para determinar las tasas de interés a corto plazo operaba a la inversa de un sistema liberalizado. Mientras en éste la tasa de corto plazo la determina el mercado, y el banco central interviene variando su oferta de reservas (y la tasa interbancaria) para influir sobre ella; en el sistema regulado, el banco central fija una tasa pasiva (próxima a la de mercado), y ajusta las variables que la determinarían en un sistema liberalizado, a modo de que éstas sean consistentes con la tasa impuesta.

Dado que ambos mecanismos presuponen una relación entre las tasas de mercado, la tasa interbancaria, y las reservas bancarias en el banco central, es posible evaluar con un sólo modelo la

efectividad de la política monetaria en un sistema regulado que se liberaliza.

El modelo propuesto explica el diferencial relativo entre la tasa interbancaria (que determina la autoridad monetaria) y las tasas de mercado a corto plazo, como una función de la oferta de reservas del banco central, y de otras variables de la economía interna y del sector externo.

El modelo estimado para México con datos trimestrales de 1979.2 a 1994.3 indica que el diferencial entre la tasa interbancaria y la tasa de Cetes a tres meses respondió significativamente a variaciones en la oferta de reservas por el banco central; también revela que otras variables influyentes fueron la variación en la tenencia de valores gubernamentales por la banca comercial, la variación del tipo de cambio real y el margen de intermediación; esta última variable con rezago de un periodo.

Las pruebas convencionales a la estabilidad de los parámetros indican que la nacionalización bancaria y el temporal control de cambios, experimentados en México durante la primera mitad de los 1980's, no implicaron cambios significativos en la determinación de las tasas de interés a corto plazo. Por el contrario, esas pruebas señalan que la liberalización total de las tasas de interés, establecida a partir del primer trimestre de 1988, dio lugar a un cambio estructural en los parámetros del modelo.

Re-estimando el modelo para el periodo 1988.1-1994.3, encontramos que la relación entre la base monetaria y los pasivos de corto plazo de las bancas comercial y de desarrollo (BASM3) se torna no significativa; y que, por el contrario, el término constante adquiere una alta significación.

Estos resultados sugieren que el banco central, tras haber sido relevado de su función como agente colocador de la deuda pública interna, se ha quedado con recursos insuficientes para influir significativamente sobre las tasas de interés mediante operaciones de mercado abierto. Ante esta situación, el Banco de México aparen-

temente ha optado por dejar que la tasa interbancaria siga a la tasa de mercado (y no al revés), efectuando sólo ajustes marginales en función del riesgo cambiario. Esta estrategia del banco central, si bien contribuye a elevar la liquidez del mercado secundario de valores gubernamentales, al inducir a los bancos a fondearse allí, no constituye un mecanismo para regular las tasas de interés de mercado.

El convenio para la estabilización del peso firmado entre los gobiernos de México y Estados Unidos, al limitar a 10 mil millones de pesos el crecimiento del crédito interno neto del Banco de México en 1995, probablemente impedirá que la autoridad monetaria establezca la tasa interbancaria con un margen sobre las tasas de interés de mercado como en el periodo 1988-1994. La restricción impuesta a la base monetaria influirá sobre la tasa interbancaria, y ésta afectará a las tasas de mercado de manera asimétrica, elevándolas pero no reduciéndolas, debido a la insuficiencia de recursos del banco central para intervenir en el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

- Baqueiro A. y Ghigliazza S., "La política monetaria en México: el marco institucional", en Héctor E. González (comp.), *El sistema económico mexicano: un análisis sobre su situación*, Premiá Editora, México 1983.
- Brothers D. S. y Solís L., *Evolución financiera de México*, Estudios CEMLA, México 1967.
- Dow, J. C. R., "Proceso inflacionario e incertidumbre, y consecuencias para el poder del banco central", en L. Bendesky (comp.),

El papel de la banca central en la actualidad, CEMLA-Banco de España, México 1991.

Kaldor, N., "The New Monetarism", *Lloyds Bank Review*, julio 1970.

Minsky, H. P., *Can 'it' happen again: essays on instability and finance*, M. E. Sharpe Inc., Armonk 1982, Cap. 7.

Pereira Leite S., "Coordinating public debt and monetary management", *Finance and Development*, marzo 1993.

Radecki L. J. y Reinhart V. H., "The globalization of financial markets and the effectiveness of monetary policy instruments in the United States", en *Interest rate linkages and monetary policy*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea 1989.

Rodríguez F. y Salas J., "Estructura y funcionamiento del mercado de crédito interbancario", *El Trimestre Económico*, abril-junio 1985.

Credibilidad e independencia de la política monetaria*

Hugo J. Contreras Sosa **

¿POR QUÉ la tasa de inflación no es cero? ¿No sería ese, con toda seguridad, un logro apetecible para los formuladores de la política monetaria? Si bien existen distintas respuestas teóricas al problema de la inflación, es el caso que no se ha encontrado ningún camino práctico que pudiera transitarse sin dolor. La economía ideal en la que pudiera conseguirse la inflación cero sin costos necesitaría poseer, al menos, dos características relevantes: a) flexibilidad perfecta en precios y salarios, y b) credibilidad plena de la política monetaria.

En una economía tal, empresarios y trabajadores, al mero anuncio de estrechamiento monetario por parte de las autoridades, revisarían sus expectativas inflacionarias reduciendo, aquéllos, su tasa de incremento de precios (a fin de no perder competitividad) y moderando, éstos, sus demandas salariales (al mantener constante su ingreso real).

Las economías reales, en cambio, padecen rigideces en los precios, los salarios y las expectativas de los agentes (Kahn y Weiner,

* Aunque se aplican las restricciones usuales en lo que a su contenido respecta, este trabajo no se hubiera redactado sin el estímulo de Alfredo Sánchez Daza.

** Profesor-investigador en la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM.

1990): las rigideces de precios suelen originarse tanto en los llamados "costos de menú", como en contratos de plazo largo que fueron firmados antes del cambio en la política monetaria, por lo que el costo de los insumos que incluyan (materia prima o trabajo) tendrá un impacto inercial sobre los precios; las rigideces salariales, a su vez, derivan de contratos de largo plazo no indizados a la inflación (o de indización incompleta) y del temor de que una baja del salario nominal golpeará la productividad y provocará un éxodo de los trabajadores mejor capacitados (como sucede en los modelos de eficiencia salarial); por último, las rigideces de expectativas se presentan, de un lado, porque las autoridades monetarias no gozan de credibilidad plena, dado que los agentes sospechan que ellas pueden incumplir sus anuncios, y por otro, porque el ajuste pasado de la inflación no ha sido inmediato.

Así pues, la apropiada credibilidad del banco central sería uno de los requisitos para que la inflación pudiera bajar a cero. Y para que un anuncio de política monetaria sea creíble requiere, entre otras cosas, que el proceso decisorio subyacente sea ajeno a los ciclos políticos por los que atraviesan los gobiernos. La independencia del banco central es entonces un objetivo deseable en economías de alta inflación. Esta opinión, que comenzó a sustentarse empíricamente a mediados de los años 80, ha provocado ya una vigorosa ola de reformas institucionales que traspasa fronteras y que, al parecer, llegó para quedarse.

— La credibilidad y la independencia monetarias, de este modo, pueden estudiarse en sucesión y con precedentes muy frescos, y es de eso precisamente de lo que trata este trabajo. La indagación científico-social autoproclamada como "de frontera", no obstante, ha de evaluarse teniendo presente (y haciendo propia) la esclarecedora sentencia de Eugenio d'Ors, acerca de que todo lo que no es tradición es plagio, por lo que el binomio credibilidad-independencia se arropará, primero, con el centenario debate sobre los pros y contras de la sintonía fina monetaria, retomando las tesis

precursoras de Attwood y Mill. La sintonía fina, por lo demás, no deja de ser el "tosco" fondo verdadero de toda nuestra filigrana actual.

LA CONTROVERSIA ATTWOOD-MILL Y LA SINTONÍA FINA

Análogamente a la muy larga disputa sobre las funciones del prestamista de última instancia, pero en un marco más amplio, se han desarrollado dos planteamientos básicos acerca de los aspectos monetarios de la política macroeconómica. El núcleo racional de los mismos ha sido bien sintetizado por Karl Brunner, en una alocución ante el Comité de Banca, Finanzas y Asuntos Urbanos de la Cámara de Representantes, los primeros días de febrero de 1977. Los proponentes de políticas expansivas y los defensores del crecimiento estable fueron caracterizados por Brunner a partir de cuatro suposiciones centrales, y aunque él mismo pertenece al segundo grupo por su base doctrinal monetarista, vale la pena atender a sus palabras en la audiencia sobre conducción de política monetaria convocada por el Congreso estadounidense.

El grupo activista se identifica por: 1) considerar el pleno empleo como la prioridad máxima, 2) impulsar para tal propósito el crecimiento monetario, 3) prescribir la sintonía fina monetaria para mantener el pleno empleo así conseguido y 4) considerar que el costo de mantener la inflación heredada es menor que el de intentar erradicarla, esto es, que se puede vivir con inflación. El grupo de crecimiento monetario estable, por el contrario, se define por: 1) atribuir la máxima prioridad al combate antiinflacionario, sin el cual —sostiene— no son posibles ni la eficiencia económica ni un alto nivel de empleo, 2) hacer consistente la tasa de crecimiento monetario con un nivel de inflación cero, 3) preferir el establecimiento de reglas que eliminen la discrecionalidad presupuesta en la sintonía fina y 4) considerar que el costo de erradicar la inflación es menor que el costo de mantenerla.

La analogía viene dada por el hecho de que ambos grupos, protagonistas de una acalorada discusión en los primeros años de la recuperación estadounidense en los 70, tienen continuadores hasta nuestros días y son, en el fondo, tributarios no siempre conscientes de las orientaciones de política bordadas por Thomas Attwood y John Stuart Mill a principios del siglo XIX. De modo que lo auténticamente nuevo consistiría apenas en la incorporación de las técnicas exactificadoras, tales como la econometría, la teoría de juegos, y poco más. Nos encontramos, entonces, en el horizonte conceptual bosquejado hace una centuria y media. Eso es lo que da sentido a un examen atento de la controversia Attwood-Mill, celebrada en Inglaterra después de las guerras napoleónicas, en medio de un fuerte desempleo y de un fuerte estancamiento de la vida industrial.

La visión de conjunto de Attwood está articulada por el convencimiento de que "el empleo es un derecho al cual un buen ciudadano puede aspirar en su país sin cualquier tipo de degradación u obligación", tal como escribió a Arthur Young en 1818. En su testimonio de 1832 ante un comité parlamentario, al preguntársele si el desempleo debía combatirse con la emisión de dinero replicó que, como principio general, el gobierno debía depreciar el dinero hasta conseguir el pleno empleo y la prosperidad del país.

Y la tarea legislativa tenía también, en atención a la demanda de trabajo, "su primer y más importante obligación", según la carta que dirigió a Robert Peel. Para él, el pleno empleo se definía como un exceso de plazas vacantes respecto de las personas desempleadas, y a partir de allí derivaba la cantidad apropiada de dinero: la emisión monetaria debía alentarse hasta el momento que la demanda de trabajo fuese permanentemente más grande que su oferta, como puede verse en su carta a *The Times* del 4 de diciembre de 1843. "No existe otra medida correcta para saber si el medio circulante es excesivo o escaso".

El desarrollo de su noción de pleno empleo condujo a Attwood a establecer una asociación entre determinados niveles de precio

del trigo –que representaba un tosco índice del costo de la vida, como muy bien ha hecho notar Humphrey (1977)–, los salarios agrícolas –como costo nominal del trabajo– y la tasa de interés. Si, por ejemplo, los precios y los salarios fuesen bajos y las tasas de interés fuesen altas, la autoridad monetaria debía intervenir con una expansión del circulante para restaurar los niveles de equilibrio y, por tanto, el pleno empleo.

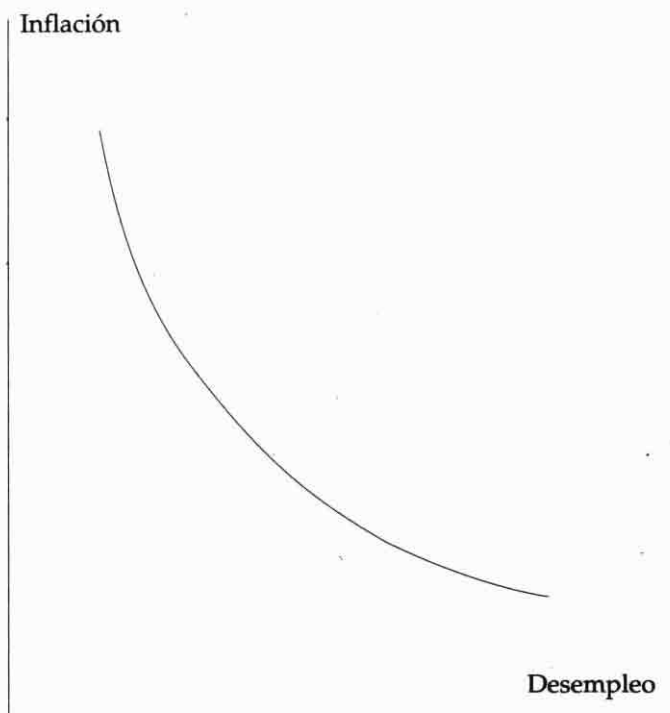
La contracción monetaria estaría prescrita por la situación inversa. Mas su compromiso con el empleo lo llevó al punto de aceptar un sistema de papel moneda no convertible, es decir, a proponer la cancelación del patrón oro, y tipos de cambio flexibles, si ese objetivo máximo mostrase algún tipo de incompatibilidad con el patrón monetario y el régimen cambiario.

“La asociación de Attwood a niveles dados de salarios y precios con un cierto nivel de empleo corresponde al uso actual de la curva de Phillips que relaciona la inflación y el desempleo. Asimismo, (...) la crítica que John Stuart Mill dirigió a Attwood sobre este punto es similar a la críticas modernas de la curva de Phillips. Como los críticos modernos de la curva de Phillips, Mill argumentó que no se podrían vincular variables económicas reales a variables económicas nominales (ya sea salarios, precios, tasas de interés o el acervo de dinero) debido a que no existe una relación permanente entre los dos tipos de variables, es decir, son independientes unas de otras en el largo plazo.

“Nótese también que la versión de la curva de Phillips por Attwood se refería a *niveles* de salarios y precios más bien que a la tasa de inflación. En su época era natural pensar en términos de un nivel de precios estable en el largo plazo, con bajos o altos precios correspondientes a bajas o altas tasas de inflación de hoy” (Humphrey, 1977). (Véase Gráfica 1.)

En concordancia con la sintonía fina monetaria por él definida, Attwood creía que el mercado no se autorregulaba, y ello tornaba necesarias las políticas estabilizadoras, lo que implicaba un pro-

Gráfica 1
Curva de Phillips



nunciamento en favor de la capacidad discrecional de las autoridades monetarias en vez de someter a éstas a ciertas reglas para el crecimiento estable del medio circulante. Si la propia economía no tendía a la estabilidad la imposición de dichas reglas redundaría en una mayor inestabilidad y en un más alto nivel de desempleo, puesto que la demanda de dinero no sería dúctil respecto a la administración dineraria y podría haber, por ejemplo, una sobre-emisión.

En su correspondencia con J. Sinclair, de 1826, Attwood postuló que "en caso de ocurrir algún pánico repentino, que ocasionase una demanda inusual de dinero... el papel no convertible instantáneamente se expande a sí mismo hasta equipararse a la demanda y la demanda queda así cubierta y el daño permanece", en cambio, "cuando la confianza del público es alta y los instrumentos del crédito tienen una tendencia a expandirse ellos mismos en *exceso*, el más insignificante *toque* sobre la *base de la no convertibilidad* de la circulación reduce instantáneamente el total". La emisión o el retiro de las notas bancarias garantizarían el pleno empleo.

La función propulsora que sobre la economía cumple el proceso inflacionario es también cosa destacada en el pensamiento de Attwood, siempre que el ascenso de los precios sea gradual. De acuerdo con él la depreciación del dinero restaura la actividad industrial, la confianza, la producción, el consumo y "todo lo que constituye la prosperidad comercial de una nación" (cf. al respecto *The Remedy; or, Thoughts on the Present Distresses*, 1816). El vínculo entre aquella y éstos se establece al reducirse el peso de los costos fijos y elevarse las ganancias, lo cual induce una más intensa actividad económica general.

"Específicamente, un incremento en el gasto agregado inducido por el circulante eleva los precios del producto mientras los costos fijos permanecen constantes en términos nominales. El margen resultante entre precios y costos incrementa las ganancias actuales y conduce a la formación de expectativas optimistas de las ganancias futuras. Estas ganancias, actuales y esperadas, acicatean la producción y el empleo. Las ganancias son, claramente, la clave para una mayor productividad económica, y la inflación eleva las ganancias al generar una brecha entre los precios y los costos fijos" (Humphrey, 1977).

En lo que toca a la deflación y a su relación con la escuela clásica no están de más un par de comentarios. Primeramente, según nuestro autor, las contradicciones deflacionarias del circulante con-

ducían a la destrucción de la confianza, de la producción y del empleo, y estos factores en su comportamiento, a su vez, provocaban nueva deflación (recuérdese que la economía en esta concepción no tiende a la estabilidad vía el mercado); dado que lo anterior no podía sino llevarnos a una caída de las ganancias, bien puede hablarse de un efecto multiplicador negativo de las caídas de precios, con la resultante de una pérdida irreparable del nivel de pleno empleo.

A pesar de que estas opiniones pocos ortodoxas no le permitieron ser incluido en la escuela clásica (Humphrey, 1977), la colisión de Attwood con ésta no se encuentra en el instrumental analítico ni, en sentido estricto, en la teoría, sino en los objetivos inmediatos de política: pleno empleo versus valor estable del dinero –en el marco del patrón oro–. Para la escuela clásica la inflación interna propugnada por Attwood conduciría al desequilibrio externo –con su drenado de reservas– y al desastre generalizado.

El combate a los planteamientos del banquero de Birmingham fue encabezado por el economista y filósofo John Stuart Mill, en sus escritos “The Currency Juggle”, de 1833, y *Principles of Political Economy*, de 1848 (en especial en el capítulo 13). La crítica de Mill llama la atención por incorporar el manejo de las expectativas a través del tiempo y rechazar la posibilidad de que exista ilusión monetaria permanente. Un incremento nominal de la demanda agregada, siempre que sea sorpresivo para los agentes económicos, tenderá a producir la impresión de que la demanda ha subido por una variación en los precios relativos y no por un aumento generalizado de ellos.

El correspondiente sobrecalentamiento de la economía, una vez que los agentes han ajustado sus expectativas –al observar que no se trataba de un fenómeno real–, provoca entonces una respuesta recesiva o, por lo menos, una tasa de crecimiento inferior a la potencial o a la media histórica. Lo que lleva a los agentes económicos a disipar la ilusión monetaria no es otra cosa que el propio

poder de compra de una cierta cantidad de dinero; hay más papel en manos del público pero con él se compran menos bienes que antes. Por eso la inflación no puede estimular permanentemente el crecimiento.

El proceso inflacionario, además, implica toda una serie de transformaciones para la economía, tales que rebasan a los beneficios esperados del mismo. En un análisis parecido a lo que hoy denominamos la "tasa natural de desempleo", Mill rechazaba la concepción del pleno empleo de Attwood, estableciendo que "el sano funcionamiento de la economía requiere que en algunos canales el capital conduzca al pleno empleo, mientras que en otros no"; dada la estructura económica se torna necesario mantener un cierto nivel de recursos ociosos, tanto humanos como de capacidad instalada, a fin de alcanzar el equilibrio en el nivel de actividad económica.

A pesar de la crudeza de esta tesis no puede adjudicarse a Mill despreocupación sobre las derivaciones sociales. En aras de la integridad y de la buena fe recalcó los efectos redistributivos de la riqueza en un juego de suma cero: el ingreso y la riqueza sufren un rápido cambio de manos (entre deudores y acreedores), se lleva a cabo una confiscación gigantesca (al reducirse las deudas del estado, por ejemplo) y, puesto que la riqueza real sólo cambia de manos, se presenta un juego de suma cero.

Precisamente el interés del Estado por depreciar sus deudas hace inviable, de acuerdo a Mill, la discrecionalidad de la política monetaria, puesto que "la tentación de sobreemitir, en ciertas emergencias financieras, es tan fuerte que nada es admisible que pueda tender, así sea un mínimo grado, a debilitar las barreras que la restringen"; incluso, en un plano más filosófico y aun reconociendo las mejores intenciones en la autoridad monetaria, Mill consideraba que el ser humano no debía estar sujeto a poderes discrecionales, de modo que eran imprescindibles ciertos contrapesos automáticos a la sobreemisión de dinero. De ahí que prego-

nase reglas estrictas para un sistema monetario basado en el precio del oro y la libre convertibilidad.

Por último, aunque Mill no discutió la relación costo-beneficio del movimiento de los precios, la opinión generalizada de la época, si atendemos a Denis P. O'Brien (1975), era que la deflación y sus efectos nocivos podían compensarse con incrementos en la oferta monetaria, pero "el inflacionismo de Attwood contenía en germen los peligros de la hiperinflación" que destruiría no sólo la convertibilidad de la moneda en oro sino la moneda misma, por lo que los supuestos beneficios serían mucho menores que los costos al intentar convivir con la inflación y, en su lugar, alentarla.

"El debate Attwood-Mill finalizó con los descubrimientos de oro australiano y californiano a mediados del siglo XIX que suministraron una expansión monetaria largamente buscada (...). Pero los temas y los puntos de vista del debate sobreviven y florecen hasta nuestro días, como lo confirma el citado testimonio congresual de Karl Brunner. (...) Las raíces de este debate se encuentran en la temprana controversia Attwood-Mill (...).

"Al menos tres conclusiones pueden sacarse de este hecho. Primero, los economistas modernos, con todos sus modelos económicos sofisticados y sus computadoras de alta velocidad, han avanzado poco más allá que sus predecesores del siglo XIX en la comprensión y el conocimiento de los costos y el control de la inflación y el desempleo. Segundo, ningún lado ha convencido al otro todavía, puesto que de otra forma el debate hace tiempo descansaría en paz. En otras palabras, ningún lado ha suministrado pruebas conclusivamente correctas o ha demostrado los fallos del otro, lo que sugiere que nadie tiene el monopolio de la verdad. Tercero, si es éste el caso, lo más probable es que el debate continúe mientras la inflación y el desempleo se mantengan como los principales problemas a resolver" (Humphrey, 1977).

No obstante la agudeza y buen sentido de las observaciones de Humphrey, parece conveniente decir algo más sobre el problema

de la credibilidad de la autoridad monetaria y de la política macroeconómica a fin de no desatender algunos de los desarrollos generados por la hipótesis de las expectativas racionales. La inconsistencia temporal, el establecimiento de reglas y las soluciones alternativas mostrarán también, a fin de cuentas, lo acertado de los comentarios arriba reproducidos.

CREDIBILIDAD

El escepticismo domina a los agentes económicos a la hora de evaluar la capacidad de la autoridad monetaria para contener la inflación, sobre todo a raíz de que hacia los años 70 irrumpieron choques de oferta y políticas fiscales expansionistas que implicaron cambios en la estrategia monetaria convencional. Complementariamente, los años 80, bajo el liderazgo ideológico del conservadurismo económico, fueron testigos de un sensible cambio de percepción en lo tocante a la importancia relativa de la inflación y el desempleo.

Mientras en los 60 podía afirmarse que "la tasa de desempleo de la nación —quizá más que ningún otro indicador de la economía— hace los titulares de los diarios" (Angle, 1964), en la actualidad es la inflación el enemigo a vencer para garantizar el crecimiento estable del producto. La credibilidad de la política macroeconómica, en este nuevo ambiente de confianza en el carácter autorregulador del mercado, se ve socavada cuando se intenta mantener la tasa de desempleo a niveles ahora vistos como "irrealistamente bajos" (Sibert y Weiner, 1988).

Esa creencia se fundamenta en el reconocimiento —aludido en el acápite precedente— de que no es posible obtener de manera simultánea bajas tasas de desempleo e inflación sino, más bien, una relación inversa entre ambas (a mayor desempleo menor inflación y viceversa) conocida como la "curva de Phillips" en honor al

economista neozelandés que a fines de los años 50 estableció algunas asociaciones econométricas base del planteamiento (Contreras, 1994). Cuando los procedimientos de política son discrecionales existe la posibilidad de que el banco central, con el propósito de alcanzar alguno de los dos objetivos, enuncie metas que llegado el momento incumpla, esto es, que al pasar el tiempo la actuación del banco central no sea consistente con los anuncios previos.

Esta *inconsistencia temporal* derivada, en parte, de poderes discrecionales otorgados por ley a la autoridad reguladora se relaciona muy estrechamente con la sintonía fina monetaria, dado que la autoridad puede tratar de ajustar en el tiempo la tasa de desempleo verificada a su tasa conocida como "natural". La tasa "natural" de desempleo, cuya formulación general puede verse en Mill, es la tasa de desempleo compatible con la estabilidad de precios; por tanto, la tasa de desempleo existente en una economía al conseguirse la estabilidad de precios es la tasa natural, y podrá variar en el tiempo (sobre todo debido a factores institucionales y demográficos) y de país a país.

Empero si se pretende hacer uso de la discrecionalidad para alcanzar determinadas metas en el tiempo resulta decisivo incorporar las expectativas de los agentes. La autoridad monetaria no podrá bajar la tasa de desempleo si las políticas inflacionarias son anticipadas por los trabajadores y las firmas: éstas consideran sus contrataciones en función del salario real a pagar, aquéllos tomarán el empleo según la verdadera capacidad adquisitiva del salario nominal. En otras palabras, si ha sido incorporada a las expectativas de los agentes, la política inflacionaria no bajará la tasa de desempleo y tan sólo mantendrá las condiciones preexistentes del mercado de trabajo.

La única manera como dicha política tendrá tal efecto es no anunciándola, lo que puede hacerse indefinidamente, pero esta disminución del desempleo sería de carácter temporal y plantearía un problema de credibilidad al banco central. "Incluso si un banco

anuncia una estricta política antiinflacionaria y tiene la intención de apegarse a ella, tiene (también) un incentivo para apartarse de la misma una vez que se han fijado los salarios nominales. Esta tentación para permitir la inflación una vez que se han fijado los salarios nominales es la esencia del problema de la inconsistencia temporal” y “el supuesto de que un banco central es percibido como deseoso de mantener el desempleo artificialmente bajo es un elemento crítico en el argumento de que encara un serio problema de credibilidad” (Sibert y Weiner, 1988).

La cuestión de la sintonía fina monetaria, en este sentido, se convierte otra vez en la más acotada polémica reglas versus discrecionalidad y admite alguna precisión adicional. Aun cuando bajo discrecionalidad el banco central es libre para actuar de acuerdo a su criterio y bajo reglas enfrenta restricciones, la línea divisoria entre ambas vertientes no es siempre nítida. La consideración respecto del “estado del mundo”, que es como suele llamarse en estos casos al examen de la posición cíclica de la economía, permite un ejemplo sin duda representativo.

Si la autoridad considera que la tasa de desempleo es inusualmente baja, esto es, que la tasa natural es superior a la observada, puede restringir el crecimiento monetario, por encima de cualquier otra opinión y con el mejor de los pretextos, como sería el de cumplir su compromiso de atacar las expectativas inflacionarias del público, sus evaluaciones, arbitrarias o no, podrían así alterar el espíritu de la regla de política. El caso contrario, el mucho más sólido de políticas monetarias antirrecesivas, se agrava por las influencias que derivan de los ciclos electorales.

Incluso una regla del tipo aguda y tempranamente propuesto por Henry Simons, que consistiría en que la autoridad mantuviese constante el nivel de precios (Simons, 1936), deja un margen para la discrecionalidad, porque el banco central tendría que estimar la tasa de crecimiento de la base monetaria compatible con dicho nivel, sobre un pronóstico para la demanda de base monetaria

cuando la inflación fuese cero. O también la muy comentada regla de Milton Friedman, acerca de que la tasa de crecimiento monetario, incorporando los rezagos correspondientes, iguale la tasa del producto potencial, porque la discrecionalidad puede introducirse, digamos, en el método elegido para hacer constante el crecimiento monetario.

El que la adopción de reglas sea o no deseable para un país no es sólo, ni de manera prioritaria, una cuestión atrayente en un sentido teórico puro: se relaciona con la eventualidad de un cierto estado de la economía (una depresión, por ejemplo) *que pudiese requerir acciones excepcionales*. La rigidez de la política monetaria tendría entonces que modificarse haciendo que ella tome nota de la situación y genere respuestas que, de manera sistemática, incorporen el estado del mundo. En esto consiste el asunto de las políticas de retroalimentación. Y puede discutirse con sencillez (siguiendo a Dwyer, 1993).

Sea y una medida del desempeño económico (supongamos aquí que es la tasa de crecimiento del producto nominal) susceptible de convertirse en una meta de política monetaria; sea y_{t-1} el valor de esa medida durante el período anterior afectando a y ; sea m el instrumento de política en manos de la autoridad, como operaciones de mercado abierto (supongamos que es la tasa de crecimiento del acervo de dinero); sea ε una variable aleatoria, tal como un choque no previsto sobre y , y sean β y γ coeficientes positivos y α el componente predecible de y que no tiene relación con el pasado ni con el instrumento de política.

También podría suponerse que y no representa sólo una variable sino a un conjunto de ellas. Con ello puede obtenerse una modelación (lineal y limitada pero útil para los fines perseguidos) del vínculo entre la medida de desempeño de la economía y el instrumento de política

$$1) y_t = \gamma + \beta y_{t-1} + \beta m_t + \varepsilon_t$$

Si los valores de los coeficientes α , β , y γ son constantes y conocidos, una regla como la de Friedman (de crecimiento monetario fijo) privaría al banco central de su capacidad para compensar los efectos macroeconómicos de choque aleatorios (ϵ), los cuales adquirirían persistencia. Una de las maneras en que la adopción de reglas no genera persistencia de los choques no esperados es incorporándoles retroalimentación, lo que, retomando la ecuación (1) y siendo y^* la tasa meta de crecimiento del ingreso nominal, puede expresarse como

$$2) m_t = (y^* - \alpha - \beta y_{t-1}) / \gamma$$

Es ostensible que con esa reformulación la política monetaria incorporaría el "estado del mundo": prescribiría mayor crecimiento del acervo de dinero hoy cuando algún evento no esperado (como una sequía intensa y muy extendida) hubiese debilitado la tasa de crecimiento del producto ayer. Pero, complicando el cuadro, sería muy difícil creer en la pertinencia práctica, operativa, de una igualdad con retroalimentación como la anterior. Como señala Gerald Dwyer, profesor de economía en Clemson University, muy pocos podrían afirmar que "el conocimiento acerca de la economía está tan avanzado que las autoridades monetarias conocen las ecuaciones que caracterizan el desempeño de la propia economía a través del tiempo" (Dwyer, 1993).

Si esta incertidumbre sobre la ecuación (1) —que caracteriza (como arriba se dijo) el estado de la economía— se absorbe añadiendo: a) el crecimiento constante del acervo de dinero (m^*) que conduce a que se igualen las tasas de crecimiento del producto nominal y del producto de largo plazo y b) la respuesta (paramétrica) del crecimiento monetario a desviaciones del crecimiento del ingreso respecto de su meta (δ), se obtiene una nueva ecuación con retroalimentación

$$3) m_t = m^* + \delta(y^* - y_{t-1})$$

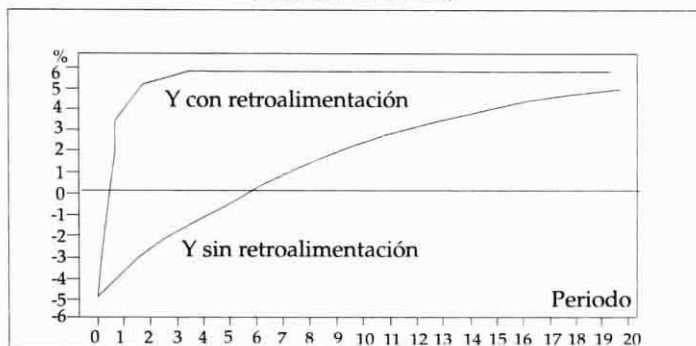
La diferencia básica entre una política monetaria sin retroalimentación y otra con retroalimentación puede resaltarse con un ejercicio muy sencillo. Supongamos, por simplicidad, que se presentan dos circunstancias extremas (y, por lo mismo, aleccionadoras): 1) la economía, debido a un choque negativo poderosísimo ($\epsilon t = -10$), se desploma de $+ 5\%$ a $- 5\%$ y 2) existe, en un caso (ecuación 1, a secas), gran persistencia ($\beta = 0.9$), y en el otro (adicionando la ecuación 3) respuestas muy potentes a las desviaciones ($\delta = 0.9$)

Esto generará un comportamiento cuasi-asintótico de y respecto de su desempeño original, así que sin retroalimentación sólo muy lentamente se volverá a alcanzar la tasa meta de crecimiento del producto nominal de 5% (véase Gráfico 2). Lo que aporta la política de retroalimentación en este caso particular, por tanto, es que el proceso de convergencia se acelere, con lo que se reduce el número de períodos necesarios para retomar la tasa precedente de crecimiento.

Pero si la economía tiene una perspectiva débil ($\beta = 0.1$), con el resto de los supuestos sin cambio, la política de retroalimentación se torna negativa, por cuanto aumenta la volatilidad de la economía al provocar mayores oscilaciones en el producto (véase Gráfica 3). Todo lo cual complejiza la elección, porque en dicha circunstancia “hacer algo (una política de retroalimentación) puede ser peor que no hacer nada (una política sin retroalimentación)” (Dwyer, 1993).

Conviene apuntar que, al margen de la modalidad más o menos sofisticada que asuma, la política de retroalimentación no resuelve el dilema entre reglas y discrecionalidad. ¿Por qué? Por dos razones. Porque la política de retroalimentación podría tan sólo reflejar los juicios de la autoridad monetaria, es decir, pueden diseñarse políticas de retroalimentación sobre la base de la discrecionalidad (Barro y Gordon, 1983), y porque la adopción de una regla podría también incluir, explícitamente, una política de retroalimentación (McCallum, 1987).

Gráfica 2
*Persistencia sustancial en la economía y
 retroalimentación sustancial*
 (Beta=0.9 Delta=0.9)



Fuente: Dwyer, 1993.

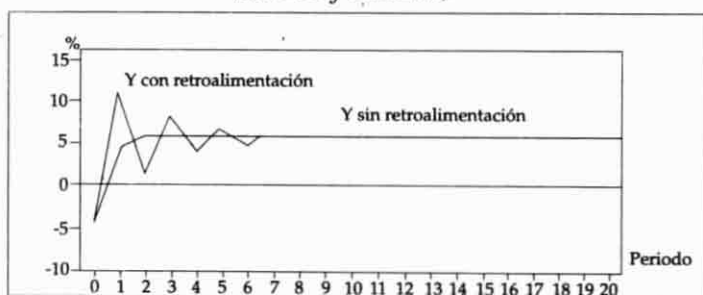
Si estas políticas, como es el caso, no resuelven de manera definitiva la cuestión reglas-discrecionalidad, quizá convenga un tratamiento oblicuo de la cuestión: retomar, en al menos dos direcciones de interés, el problema de los costos de eliminar la inflación en su nexos íntimo con la credibilidad de las autoridades monetarias. En primer término, más allá de los aspectos generales ¿cuáles podrían ser las fuentes del problema de la credibilidad? y, en segundo término, ¿cómo establecer, a fin de cuentas, alguna tipología de la misma?

Las fuentes del problema de la credibilidad pueden clasificarse en tres grandes divisiones (Fischer, 1993). En primer lugar proviene de programas incompatibles. Se presenta cuando la política antiinflacionaria del banco central no es compatible con la política fiscal que le acompañará en el camino, tornando más difícil la meta inflacionaria y alentando su incumplimiento a fin de evitar conflictos directos que amplifiquen desequilibrios macroeconómicos. Un ejemplo de fácil comprensión lo constituye una meta inflacionaria ambiciosa combinada con un déficit presupuestario creciente.

Una segunda fuente está dada por problemas de información. Éstos pueden ser, específicamente, problemas de información incompleta o asimétrica, que se generan por cambios frecuentes en la mecánica operativa de la política monetaria, o en la intensidad de la lucha contra la inflación, etc. Y la tercera, por último, se asocia a la predictibilidad de las metas. En efecto, ya que los agentes no ignoran que no existe una relación precisa entre todos y cada uno de los elementos propulsores de la inflación y los instrumentos a disposición del banco central, ellos saben que las metas pueden verse sacudidas por choques aleatorios, y no es común que, en esa situación, la autoridad monetaria haya definido de antemano en qué casos seguirá un comportamiento acomodaticio y en cuáles no.

En lo tocante a su tipología, la credibilidad puede ser, en principio, plena (poco menos que ideal), imperfecta (la de mayor ocurrencia) o nula (de carácter más bien episódico en países estilo OCDE, excluyendo a Turquía y México, y/o de carácter cíclico en el área latinoamericana). La que importa para los fines de este trabajo, la credibilidad imperfecta, ha sido subcatalogada (Fuhrer, 1995) en

Gráfica 3
Persistencia débil en la economía y
retroalimentación sustancial
(Beta=0.1 y Delta=0.9)



Fuente: Dwyer, 1993.

tres tipos: 1) por cambio de régimen, 2) por visiones del mundo distintas y 3) por hacer trampa.

La credibilidad imperfecta por cambio de régimen puede plantearse como una circunstancia bajo la cual el programa antiinflacionario no se completa, o existe la posibilidad de que no se complete. Digamos que el mandato de un miembro influyente (o de varios) del comité de mercado abierto expirará a la mitad del período de referencia, y los candidatos que podrían suplirle no necesariamente estarían dispuestos a pagar los costos de mantener dicho programa hasta el fin.

La credibilidad imperfecta por visiones del mundo distintas se refiere a que las acciones de la autoridad monetaria, presuntamente inspiradas por una vocación antiinflacionaria intensa, sean evaluadas por el público como demasiado tibias o, en otro sentido, no coherentes con una trayectoria bajista de la inflación. Es claro que este tipo de credibilidad sólo con dificultades tendría cabida en un modelo de la economía que hiciera suya la hipótesis de agentes con expectativas racionales.

Y, por último, la credibilidad imperfecta por hacer trampa sólo nos regresa, en sentido estricto, al problema de la inconsistencia temporal (Barro y Gordon, 1983). Si bien países como Estados Unidos, Inglaterra o Canadá han estado corrigiendo, de manera paulatina, su sesgo inflacionario la última década y media, aquellos bancos centrales que no fueron consistentes en el tiempo en un mayor número de ocasiones, esto es, los que en el pasado trataron de obtener "ganancias en producto y empleo" a costa de inflación sorpresiva, tendrán más dificultades para recuperar la credibilidad en el presente.

A pesar de no existir un consenso claro en torno a estos ítems, sus posibles salidas y los aspectos teóricos involucrados todavía no resueltos (como la compatibilidad entre el bienestar social y las preferencias individuales o la eliminación de distorsiones en el mercado de trabajo), "la principal conclusión de la literatura sobre

la credibilidad del banco central es que éste tenderá a adoptar políticas inflacionistas, a menos que se encuentre una forma de limitar su discrecionalidad" (Sibert y Weiner, 1988). La adopción de reglas o discrecionalidad reemerge así de inmediato y se plantean interrogantes más finas sobre su naturaleza y sofisticación formal intrínsecas.

Las soluciones alternativas se han enfocado al entorno económico: la indización salarial, el conservadurismo bancario y las relaciones de largo plazo. La primera significa que a cada variación porcentual del nivel de precios corresponde una variación idéntica –en magnitud y dirección– del nivel salarial, lo que elimina el problema de la credibilidad al cancelar la posibilidad de que el banco central altere por sorpresa la tasa de inflación para abatir el desempleo. La segunda consiste en un banco central conservador ("que rechaza la inflación más de lo que la sociedad lo hace", Rogoff, 1985) que tendría resuelta la credibilidad pero, por su propia definición, no sería proclive a paliar los choques de oferta, con la consiguiente pérdida de producto y empleo.

La tercera solución sería que el banco central se condujese de acuerdo a las expectativas de los agentes, pero es problemática por cuanto la autoridad tiene también que atender los choques de demanda de dinero. A pesar de todo, como señalan Sibert y Weiner (1988), quizá el "enfoque más promisorio" para conducir la política del banco central es aquel que toma en cuenta "la naturaleza de largo plazo de sus relaciones con el público", aunque no esté exento de costos de diversa magnitud.

INDEPENDENCIA Y DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

Cuando la credibilidad de la política monetaria es imperfecta se requiere de diversos arreglos institucionales para evitar su colapso. Desde un punto de vista internacional pueden mencio-

narse tres arreglos muy relevantes: el patrón oro, que ha sido el más importante en términos históricos; la fijación de la tasa de cambio contra un socio comercial cuya moneda no pierde poder adquisitivo, "tomando prestada" su credibilidad, como se intenta en economías eurooccidentales y, por último, instituyendo metas inflacionarias explícitas (cuantitativas, por ejemplo).

La independencia del banco central, en este mapa, ha permitido apuntalar alguno de tales arreglos o substituirlo. Si ella puede complementar o substituir arreglos que apuntalan la credibilidad imperfecta de la política monetaria, ¿qué se entiende por independencia? En sentido amplio, significa una separación de las decisiones del banco central respecto de las decisiones regulares del sistema político (Hetzel, 1990); en un sentido más acotado, significa que el banco central, al conducir la política monetaria, está libre de interferencias por parte del Tesoro, o Ministerio de Hacienda o lo que equivalga (Broadus y Goodfriend, 1996).

Más específicamente, la independencia puede ejercerse vía metas o vía instrumentos. La independencia de metas se debilita cuando éstas se fijan por mandato legislativo y la de instrumentos consiste en que, no obstante perseguir metas por norma constitucional, el banco central puede elegir "libremente" si, por ejemplo, las tasas de interés de corto plazo o cualquier otro instrumento van a ser el eje para la consecución de dichas metas (Fischer, 1995b). En otro tenor, existe también la independencia financiera (Broadus y Goodfriend, 1996), que se refiere a que las operaciones del banco central se pueden fondear con los intereses devengados por su portafolio de valores, sobre el cual goza de discrecionalidad.

Una de las modalidades de independencia más problemáticas para alcanzar y mantener rangos de credibilidad compatibles con los equilibrios macroeconómicos de una inflación baja es la independencia de metas. ¿Cuál podría ser la causa? La causa es que en esta circunstancia un equilibrio de baja inflación estaría enteramen-

te sostenido por la credibilidad que el banco central crea por sí solo (Broadbuss y Goodfriend, 1996). Y como este tipo de credibilidad suele ser frágil, se da pábulo tanto para que los funcionarios del banco central interactúen con el resto de la administración pública como para que ésta trate de incidir en las actividades de aquél.

Ésta es una de las claves para comprender por qué las políticas que combaten la inflación privilegian dos flancos. Desde el flanco monetario combaten la inconsistencia dinámica en un modelo de curva de Phillips (que incluye expectativas) para la determinación del producto; desde el flanco fiscal, contra una autoridad con ponderación inapropiada de las alzas de precios, combaten el impuesto inflacionario (y el señoriaje "excesivo"). Y puesto que sin duda puede aquí operar como gozne (positivo o negativo), la independencia del banco central está siendo firmemente adherida a la ortodoxia de Washington (Fischer, 1995b) (o "consenso de Washington", como le llamó John Williamson hace más de un lustro, o "neoliberalismo" para lo más flojo del pensamiento social latinoamericano).

Ahora bien, entre las consideraciones doctrinales que han añadido precisión al tema se encuentran el enfoque del "banquero central conservador" (Rogoff, 1985) y el enfoque "principal-agente" (Persson y Tabellini, 1993; Waller, 1995; Walsh, 1995a). El enfoque Rogoff formaliza la idea de que la inconsistencia dinámica provoca una tasa de inflación mayor a la que sería socialmente óptima (con desviaciones de una función de pérdida social a minimizar), pero puede atacarse en dos ámbitos: 1) si se admiten períodos múltiples, de modo que el banquero central vaya adquiriendo reputación de ir a fondo en la lucha antiinflacionaria y 2) si se nombra a una persona o a un conjunto de personas que calibran la trayectoria inflacionaria con mayor dureza que la contenida en la función de bienestar social.

El enfoque principal-agente es quizá de implicaciones más severas. Se trata aquí de solucionar las tentaciones inflacionarias del

banquero central al aceptar un contrato que le impone costos a él mismo o al banco cuando la inflación se aparta de su nivel óptimo, pero sin desestabilizar el producto, esto es, desmontar la repetida aseveración ("repetida" en el marco analítico de la curva de Phillips con expectativas) de que lo único que torna creíble un anuncio de búsqueda de inflación cero es la despreocupación absoluta de la autoridad monetaria por el producto y el desempleo.

En el enfoque Rogoff, el banco central no puede ser sino independiente, porque eso es lo que garantiza que la política monetaria no se someta a ciclos electorales que le obligarían a equilibrios subóptimos, dando al traste con la característica por la cual sería nombrado (la de ser una persona que tiene una mayor aversión a la inflación que la que tiene la sociedad). Por esta razón el enfoque Rogoff une la consecución de la credibilidad al requisito de la independencia. En él, y suponiendo un programa verdaderamente antiinflacionario, la nominación de un banco central conservador es casi una consecuencia obligada.

Cada enfoque, como puede inferirse, trabaja con distintos tipos de independencia. El enfoque Rogoff, puesto que maximiza la función de utilidad del *banquero central*, no de la sociedad, trabaja con independencia de metas e independencia de instrumentos; el enfoque agente-principal sólo cuenta con independencia de instrumentos, porque las metas están dadas digamos que por mandato constitucional. En ambos casos ha de incorporarse, además, un mecanismo de ajuste de metas capaz de activarse ante choques exógenos y no controlables.

El examen detallado de cada uno de los enfoques (el enfoque Rogoff y el enfoque principal-agente son sólo dos de los más debatidos) ha dado pie a una literatura en ebullición constante, sobre todo en el diseño de minuciosos índices —que aquí no discutiremos— para evaluar cuantitativa y cualitativamente la independencia de los bancos centrales y sus interacciones con la inflación, pero sin circunscribirse a ello sino, en más de un caso, abarcando

al desempeño macroeconómico en su conjunto (Akhtar, 1995; Alesina y Summers, 1993; Cukierman, Webb y Neyapti, 1992; Cukierman y Webb, 1995; Eijffinger y Keulen, 1995; Fischer, 1996; Pollard, 1993; Walsh, 1995, entre otros).

Extendiendo los resultados de Rogoff, por ejemplo, la literatura teórica ha arribado a dos aseveraciones de mucho interés (no hay que perder de vista que, según su modelo, la solución antiinflacionaria básica estriba en elegir a un banquero central independiente y "conservador"): 1) se reduce, tal como lo prevé el modelo, la inflación promedio y 2) se destierra un tipo de variabilidad del producto: aquella que está determinada por las preferencias y necesidades políticas de los gobiernos. Esto último está conectado críticamente a una de las aseveraciones de Rogoff respecto de la variabilidad del producto.

Una conclusión que emergía del modelo era que se abatía la inflación al costo de aumentar la variabilidad del producto y del desempleo. Pero la investigación empírica no concuerda con el punto de la variabilidad del producto (Alesina y Summers, 1993). La nueva aportación radica en que, si se distingue entre variabilidad del producto generada por factores políticos (o "variabilidad política") y la generada por factores económicos (o "variabilidad económica"), la instauración (o acrecentamiento) de la independencia del banco central no está necesariamente asociada a una mayor variabilidad económica. E incluso, cuando la variabilidad política ha sido dominante, el modelo reduce la inflación promedio y reduce la variabilidad del producto (Alesina y Gatti, 1995).

Cabe detenerse ahora en el enfoque principal-agente. Este enfoque tiene dos rasgos que deben destacarse. En primer término, se origina más bien en la microeconomía, a un lado de las disquisiciones sobre diseño regulatorio, contratos, etc., orientadas a la solución de problemas de incentivos. En segundo lugar, sitúa de lleno a la política monetaria en un marco mucho más amplio, porque la endogeniza en varias direcciones y la vuelca a su dimensión normativa.

“¿Cuáles son las características de un contrato óptimo, desde el punto de vista de las preferencias *ex ante* de la sociedad?” (Persson y Tabelli, 1993). Este cuestionamiento, de entrada, coloca al conjunto de la sociedad como involucrada en el diseño institucional de los amarres de la política monetaria. Una persona o grupo (el principal) delega el control sobre una variable de política a otra persona o grupo (el agente). Si el agente no maximiza la función de bienestar del principal (obtener una inflación cero, por ejemplo), el principal le ofrece al agente un contrato (el contrato de desempeño) que le incentive a trabajar (y conseguir) la política adecuada para el principal.

Podría ilustrarse con una simplificación del modelo de Waller (1995), cuyo punto de partida es la política discrecional de la autoridad monetaria y que, tal y como es corriente en esta veta analítica, se inserta en la familia de modelos Barro-Gordon (que se consolida, poco más o menos, a mediados de los años ochenta). Definiendo muy sintéticamente las variables de las ecuaciones: sea y el producto real, y^n el producto potencial, π la tasa de inflación, π^e la inflación esperada y u el choque de producto, para obtener

$$1) \quad y = y^n + (\pi - \pi^e) + u$$

Ahora las funciones de utilidad. Sea U^s la función de utilidad de la sociedad y U^m la del banquero central, sean k^s y k^m parámetros positivos de igual valor (porque se supone que el objetivo del banquero central coincide con el de la sociedad), y sea el parámetro b la medida de la ponderación relativa inflación-producto en la sociedad, y w el salario del banquero o el presupuesto del banco central, para obtener

$$2) \quad U^s = -(y - y^n - k^s)^2 - b\pi$$

$$3) \quad U^m = w - (y - y^n - k^m)^2 - b\pi^2$$

El planteamiento aquí formalizado se puede resumir en unas cuantas ideas. El producto está determinado por su trayectoria histórica y por la inflación y sus expectativas; suponiendo que los trabajadores firman sus contratos (con base en la inflación esperada) antes de que la autoridad monetaria establezca sus políticas, toda inflación sorpresiva deteriora el salario real. La tasa de inflación socialmente preferida es cero (en promedio).

Haciendo negligible la solución socialmente óptima para la inflación y el producto (que se obtendría substituyendo la ecuación (1) en la (3) y maximizando sujeto a $k^m = k^s = 0$), y siendo s el salario base del banquero central o el presupuesto del banco central y λ el parámetro que determina la magnitud de la reducción salarial, considérese el siguiente contrato de desempeño

$$4) w = S - \lambda \pi$$

El contrato estipula que, atendiendo la magnitud de λ y variables cuantitativas y públicamente observables, el banquero percibirá menores ingresos si la inflación sube. Así que el banquero, dadas las ecuaciones (1), (3) y (4), elige maximizar π y consigue la tasa de inflación. Puede también incorporar el supuesto de expectativas racionales, etc. Lo fundamental es que la seriedad de su compromiso la determina su propio bienestar. En desarrollos adicionales podría además establecerse un techo inflacionario socialmente tolerable que, al traspasarse, implicase la renuncia simple y llana del banquero central.

La crítica primaria a todas estas consideraciones es que no eliminan la inconsistencia dinámica, sino que sólo la relocalizan. Bajo el arreglo propuesto el gobierno tiene que hacer cumplir el contrato (esto es, reducir los ingresos financieros del banco central cuando la inflación es alta), pero el propio gobierno tiene exactamente el mismo incentivo para no hacerlo así, como se identificó —párrafos arriba— en el análisis sobre reglas y discrecionalidad

(McCallum, 1995). La cuestión cardinal está en aplicar ese precepto tanto al banco central como al gobierno, como si fueran una entidad única. Pero este es ya uno de esos asuntos paradójicos donde se encuentran, simultáneamente, "el tosco fondo verdadero" de los problemas y la más delicada o diminuta ingeniería atinente.

Para una reflexión como la hasta aquí desarrollada, más a ras de suelo y lejos todavía del agudo estilo de McCallum, baste con decir que, en lo que al tema respecta, "la conclusión más importante tanto de la literatura teórica como de la empírica es que un banquero central debería tener independencia de instrumentos, pero no debería tener independencia de metas." (Fischer, 1995a, pero también Fischer, 1995b y Broadbuss y Goodfriend, 1996.) La meta o conjunto de metas, una vez definidas, tendrían que ser responsabilidad directa del banquero central, a fin de que asuma por entero todas y cada una de sus acciones de política monetaria. Nada más, pero también nada menos.

REFERENCIAS

- Akhtar, M. A., "Monetary Policy Goals and Central Bank Independence", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, diciembre. 1995.
- Alesina, Alberto y Lawrence Summers / "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, mayo. 1993.
- Alesina, Alberto y Roberta Gatti, "Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?", *American Economic Review*, mayo, 1995.

- Andersen, Torben y Friedrich Schneider, "Coordination of Fiscal and Monetary Policy Under Different Institutional Arrangements", *European Journal of Political Economy*, febrero, 1986.
- Angle, Elizabeth, *Keys for Business Forecasting*, Federal Reserve Bank of Richmond, 5a. edición, 1964.
- Barro, Robert y David Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, agosto, 1983
- Broaddus, Alfred y Marvin Goodfriend, "Foreign Exchange Operations and the Federal Reserve", *Annual Report*, Federal Reserve Bank of Richmond, 1996.
- Capie, Forrest, et al., eds. *The Future of Central Banking: the Tercenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge. 1995
- Contreras, Hugo, "Expectativas racionales y estabilización", *Política y cultura*, año 2 no. 3, UAM-Xochimilco, 1994.
- Cukierman, Alex, Steven Webb y Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, septiembre. 1992.
- y Steven Webb, "Political Influence on the Central Bank: International Evidence", *The World Bank Economic Review*, septiembre, 1995.
- Eijffinger, Sylvester y Martijn van Keulen, "Central Bank Independence in Another Eleven Countries", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, marzo, 1995.

Fischer, Andreas, "inflation Targeting: The New Zealand And Canadian Cases", *Cato Journal*, vol. 13 no. 1, Primavera-verano. 1993.

——— "Central Bank Independence and Sacrifice Ratios", *Open Economies Review*, no. 7, 1996.

Fischer, Stanley, "Central-Bank Independence Revisited", *American Economic Review*, mayo. 1995a.

——— (1995b)/ "Modern Central Banking", en Capie *et al.* (1995).

Fuhrer, Jeffrey, "The Persistence of Inflation and the Cost of Disinflation", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, enero-febrero. 1995.

Hetzel, Robert, "Central Banks' Independence in Historical Perspective", *Journal of Monetary Economics*, enero. 1990.

Humphrey, Thomas M. (1977)/ "Two Views of Monetary Policy: The Attwood-Mill Debate Revisited", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, septiembre-octubre. Reproducido en Humphrey (1986).

——— *Essays on Inflation*, Federal Reserve Bank of Richmond, Virginia, 5a. edición. 1986

Kahn, George y Stuart Weiner, "Has the Cost of Disinflation Declined?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, mayo-junio. 1990.

Lutz, Friedrich y Lloyd Mints, eds. *Readings in Monetary Theory*, Richard D. Irwin, Inc. 1995.

McCallum, Bennett, "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, septiembre-octubre, 1987.

——— "Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence", *American Economic Review*, mayo. 1995.

O' Brien, Denis, *The Classical Economists*, Oxford University Press, Londres. (Existe versión española en Alianza Editorial.)

Persson, Torsten y Guido Tabellin, "Designing Institutions for Monetary Stability", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, diciembre. 1993.

———, eds. *Monetary and Fiscal Policy*, The MIT Press, Cambridge-London. 1994

Pollard, Patricia, "Central Bank Independence and Economic Performance", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, julio-agosto. 1993.

Rogoff, Kenneth / "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, no. 100, 1985.

Sibert, Anne y Stuart E. Weiner, "Maintaining Central Bank Credibility", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, septiembre-octubre, 1988.

Simons, Henry (1936)/ "Rules versus Authorities in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, febrero. Reproducido en Lutz y Mints (1951).

Waller, Christopher, "Performance Contracts for Central Bankers", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, septiembre-octubre. 1995.

Walsh, Carl, "Optimal Contracts for Central Bankers", *American Economic Review*, marzo. 1995a.

——— "Output-Inflation Tradeoffs and Central Bank Independence", *Weekly Letter no. 95-31*, Federal Reserve Bank of San Francisco, septiembre. 1995b.

El Sistema de Consejo Monetario como mecanismo de estabilización económica para países en desarrollo

Agustín Cue Mancera^{*}

LOS OBJETIVOS de este ensayo son, por un lado, explicar en qué consiste, cómo funciona, y cómo se determina la oferta monetaria en un Sistema de Consejo Monetario frente a dicha determinación en un Sistema de Banco Central. Por otro, se establecerá cuáles de las características del primer Sistema pueden ayudar a un país en desarrollo en el proceso de estabilización de su economía, y qué limitaciones representa para la gestión de su política económica. Por último, se planteará el contexto en el que surge en México la discusión acerca de la conveniencia o no de sustituir al Banco de México, por un Consejo Monetario. En este aspecto, el interés que nos motiva es proporcionar elementos que puedan servir al lector, para formarse un juicio respecto de las ventajas y desventajas que dicha sustitución acarrearía a nuestro país. En otras palabras, lo que se desea es contribuir a enriquecer una discusión que, en muchos

^{*} *Profesor-investigador de tiempo completo del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco.*

momentos, se ha visto empañada por una serie de malos entendidos y apasionamientos que entorpecen el esfuerzo por clarificar las alternativas para México.

¿EN QUÉ CONSISTE UN SISTEMA DE CONSEJO MONETARIO?

Un Sistema de Consejo Monetario incluye, por supuesto, un Consejo Monetario, y al conjunto de bancos y otras instituciones financieras de diversa índole que operan en una economía moderna. De igual forma, incorpora ciertas reglas de comportamiento para el gobierno y las instituciones anteriores, respecto al tipo de cambio, la convertibilidad, las finanzas gubernamentales y otros aspectos relacionados.

Un Consejo Monetario cumple únicamente dos funciones: en primer lugar, permite la libre conversión, a una tasa fija, de los billetes y monedas emitidos por él, en billetes y monedas de la divisa de reserva, y viceversa; en segundo lugar, se encarga de invertir una parte de su tenencia de la divisa de reserva, en activos de bajo riesgo que pagan interés. Como se puede notar, un Consejo Monetario difiere de un Banco Central en que el primero sigue una política monetaria pasiva en la que no puede controlar la base monetaria, ya que mantiene permanentemente un respaldo de cuando menos el 100% de la cuantía de billetes y monedas en circulación. Es decir, un Consejo Monetario se ve imposibilitado de seguir una política anticíclica, o de financiar el déficit del gobierno, puesto que no puede contar entre sus activos con ningún tipo de valores gubernamentales, sino en forma exclusiva activos denominados en la moneda de reserva. Tampoco el Consejo Monetario es un prestamista de última instancia, ni para el sistema bancario ni para las empresas paraestatales. Es por ello que se dice que un Consejo Monetario impone a los agentes económicos restricciones

presupuestales duras.¹ Esto no quiere decir que en un Sistema con Consejo Monetario no puedan “rescatarse” bancos o empresas estatales, sino simplemente que los recursos para hacerlo no podrán provenir de la emisión monetaria, sino de los recursos que pudiera haber acumulado el gobierno mediante su superávit fiscal. Por otra parte, con un Consejo Monetario, únicamente la base monetaria queda respaldada con la divisa de reserva a una tasa fija, no así los agregados conocidos como M1, M2 u otros.²

Un Sistema de Consejo Monetario, por lo que se ha dicho anteriormente, constituye un régimen cambiario específico, diferente, por supuesto, del régimen de flotación en cualquiera de sus modalidades, pero distinto también del llamado tipo de cambio “fijo” (pero ajustable) con Sistema de Banco Central. En este último régimen, el tipo de cambio se mantiene fijo mientras las reservas del Banco Central así lo permitan, procediéndose a realizar el ajuste cambiario correspondiente cuando sean insuficientes. En pocas palabras, en dicho régimen cambiario no existe un compromiso expreso, ni los medios para lograr un tipo de cambio estrictamente fijo, mientras que, como lo veremos a lo largo de este trabajo, con el régimen de tipo de cambio fijo con Sistema de Consejo Monetario, existe tanto el compromiso como los medios para lograrlo. Es por ello, que consideramos correcto incluir al Sistema anterior

¹ *Un agente económico tiene una restricción presupuestal dura, cuando todo lo que puede gastar es su ingreso más el crédito que pueda obtener a tasas de mercado; en cambio, tiene una restricción presupuestal blanda cuando lo que puede gastar es su ingreso más el crédito que pueda obtener a tasas menores que las de mercado (subsidiadas).*

² *En general, los Consejos Monetarios no han aceptado depósitos bancarios, por lo que se trata a la base monetaria como si consistiera exclusivamente de billetes y monedas en circulación; sin embargo, de manera optativa, y sin que cambie el sentido de la argumentación, los Consejos Monetarios pueden aceptar depósitos bancarios, siempre y cuando estén respaldados al 100% con la moneda de reserva.*

como un régimen cambiario alternativo, frente al régimen de flotación y frente al régimen de tipo de cambio "fijo" (pero ajustable), en cualquiera de las diversas modalidades de uno y otro.

En un Sistema de Banco Central, la base monetaria se puede modificar discrecionalmente, con base en los condicionamientos que le imponga el gobierno federal, en el caso de que no sea autónoma la autoridad monetaria, o bien, con base en el criterio de sus directivos, en el caso de que ésta sea autónoma. Un Banco Central puede hacer crecer la base monetaria, aun cuando el nivel de reservas internacionales se esté reduciendo.

UN POCO DE HISTORIA

El primer Sistema de Consejo Monetario se estableció en 1849, en la Isla Mauricio, entonces colonia de la Gran Bretaña, y duró hasta 1967, habiendo conseguido su independencia en 1964. La fecha de constitución del primer Sistema de Consejo Monetario despeja el mal entendido respecto de que sea un régimen moderno, que cuente con apenas unas cuantas décadas de existencia. Hasta el momento, han existido alrededor de 70 Consejos Monetarios en el mundo, de los cuales subsisten los de Hong Kong, las Islas Caymán, Gibraltar, las Islas Falkland (Malvinas) y las Islas Faroe. El de Bermudas se considera un Consejo Monetario modificado, ya que establece control de cambios.³

En el transcurso de su historia, los países que han tenido un Sistema de Consejo Monetario han sido en su mayoría colonias de la Gran Bretaña, así como algunos países independientes. Sin duda,

³ Para quienes se interesen por saber por qué en Argentina y en Estonia no existen Consejos Monetarios ortodoxos, sino Bancos Centrales que copian algunas características de los primeros, se recomienda consultar Hanke, Jonung and Schuler (1993) pp. 72-77.

el Consejo Monetario más importante, hoy en día, es el de Hong Kong, país que ha sorprendido a muchos observadores por su alto ritmo de crecimiento económico y su creciente importancia financiera, logrados en las últimas décadas. Honk Kong, por cierto, a pesar de ser colonia de la Gran Bretaña, sustituyó a la libra esterlina por el dólar norteamericano como la moneda de reserva, cuando la economía británica dio muestras de experimentar inestabilidad monetaria.

Es interesante dejar apuntado que el economista británico John Maynard Keynes ideó la creación de uno de los Consejos Monetarios que han existido, el Consejo Monetario del Norte de Rusia, mismo que funcionó en medio de una guerra civil, durante el breve periodo de 1918-1920.⁴

¿CON QUÉ FIN SE ESTABLECE UN SISTEMA DE CONSEJO MONETARIO?

Los países en desarrollo que sufren de fuerte inestabilidad monetaria debido al manejo discrecional irresponsable de su política monetaria, tienen la opción de establecer un Sistema de Consejo Monetario, en vez de uno con Banco Central. El objetivo de dicha conversión, es permitirles transitar con rapidez de niveles altos de inflación a niveles reducidos; además, este proceso no requiere de una reforma monetaria prolongada y previa para constituir un Consejo Monetario. El Consejo Monetario establece monedas sólidas en los países donde se adopta, ya que no puede actuar como fuente desestabilizadora al no poder emitir moneda fiduciaria y no crear inflación. Sin embargo, lo anterior no significa que la inflación desaparezca, ya que el crecimiento de la base monetaria se hace

⁴ Véase el ensayo "Keynes's Russian Currency Board", en Hanke y Schuler (1991a).

depender del aumento de la reserva del Consejo Monetario, y dicha moneda de reserva es emitida por un Banco Central. Por lo tanto, la inflación no desaparece sino que se importa la inflación existente en el país de la moneda de reserva; es por ello que es de gran importancia la elección correcta de la moneda (o el bien) que servirá para respaldar la emisión monetaria en el país con Consejo Monetario.⁵

LA OFERTA MONETARIA EN UN SISTEMA DE CONSEJO MONETARIO

En un país con Sistema de Consejo Monetario, la base monetaria se expandiría o contraería dependiendo del flujo de la divisa de reserva, mismo que depende de la existencia de un superávit o déficit, respectivamente, de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Lo anterior puede crear la duda de que un país con Consejo Monetario, y que experimente crecimiento económico, está sistemáticamente expuesto a tener un sesgo deflacionario. Es decir, un país en desarrollo requiere generalmente de la contribución de los ahorros externos para financiar su crecimiento, y esto significa que tendrá un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Dicho déficit implicará una contracción monetaria que reducirá la liquidez de la economía, ya que no existe un Banco Central que pueda aumentar la base monetaria en presencia de pérdidas de la moneda de reserva. Finalmente, este proceso ejercerá una fuerte

⁵ Las opciones de moneda de reserva (o bien) viable incluye al dólar norteamericano, al marco alemán, al yen japonés o al oro, en el entendido de que sólo se deberá optar por uno de ellos, sin pretender formar una canasta de monedas de reserva. El oro no resulta ser la mejor opción, ya que como en la actualidad ningún país lo usa como patrón monetario, el adoptarlo como reserva no elimina el riesgo cambiario frente a ninguna área monetaria.

presión deflacionaria a la economía, con las consecuencias dañinas que esto trae consigo.

Sin embargo, los partidarios de la constitución de Sistemas de Consejos Monetarios sostienen que en la práctica, esto no tiene por qué ocurrir, y que la experiencia histórica de la mayor parte de los países que se han adherido a dicho sistema se ha dado en el sentido opuesto. Es decir, cuando un país consigue crear confianza genuina en los inversionistas extranjeros respecto de la solidez y convertibilidad total de una moneda, como ocurre con un Consejo Monetario, recibe flujos de capitales del exterior que le permiten expandir su oferta monetaria y crecer teniendo déficit en cuenta corriente, siempre y cuando la entrada de capitales externos supere la magnitud de dicho déficit. En suma, se considera que el determinante más relevante de la base monetaria, en el caso que explicamos, lo sería la entrada de capitales al país. Este último caso, de acuerdo con la visión optimista de los partidarios de los Consejos Monetario, es altamente probable que ocurra, debido a que la existencia de esas instituciones elimina el riesgo cambiario para el inversionista extranjero, motivándolo para invertir en el país en desarrollo.

FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA PROPUESTA

La diversa literatura existente sobre Consejos Monetarios, tiene como punto de referencia común la consideración de que el activismo de política económica, en particular del que se refiere a la política monetaria, redundaría, en promedio, en una mayor desestabilización de las economías de los países en desarrollo cuando se compara con los resultados de un Consejo Monetario. Las fuentes de las que se nutre el rechazo a la conducción activa de la política monetaria, provienen de tres vertientes. La primera es la conocida crítica monetarista, que señala que las medidas que influyen sobre la oferta monetaria actúan sobre la economía con rezagos que son

largos y variables. Por lo anterior, intentar estabilizar una economía a través de la política monetaria, equivaldría a conducir un auto por una avenida en donde los peatones se pudieran cruzar en cualquier momento y lugar, con un acelerador y un freno que además de que tardaran significativamente en modificar la velocidad del mismo, no estuviéramos nunca seguros de la duración de ese rezago.

La segunda es la crítica de las expectativas racionales, que sostiene que cualquier política sistemática que un Banco Central pueda efectuar, podrá ser anulada por los agentes económicos, quienes actuando en su propio interés se adelantarán a ella. En cambio, la política monetaria consistente en choques aleatorios sí influirá en la actividad económica, pero a condición de desestabilizarla, en promedio, aún más, debido a que generaría incertidumbres indeseables.

La tercera fuente proviene de los planteamientos de la llamada Escuela Austriaca, para la cual la política monetaria discrecional es un tipo de planeación central. Como todo tipo de planeación central, suprime las señales de precios y de cantidades que transmiten información a los agentes que tienen la capacidad de interpretarla correctamente. En el sistema monetario las variaciones de las reservas son las señales más importantes. Las variaciones de la balanza de pagos, o de las tenencias de billetes y monedas de parte del público, tienen efectos sobre las reservas y, por esa vía, sobre la oferta monetaria, las tasas de interés y los precios. Una política monetaria discrecional, según la Escuela Austriaca, combatiría el ajuste que el mercado realizara, haciendo el proceso más prolongado y costoso. Si contara con suerte, el Banco Central podría terminar con resultados benéficos; el problema reside, de acuerdo con dicha escuela de pensamiento, en que el Banco Central no puede saber anticipadamente cuál política será la correcta y cuál no.

Como se puede observar, las escuelas monetarista y Austriaca, enfatizan el problema de la ignorancia, mientras que la de expec-

tativas racionales destaca la inutilidad de las políticas monetarias sistemáticas y el carácter desestabilizador, en promedio, de las sorpresas de política. De esta forma, debido a que un Consejo Monetario sigue reglas y no puede practicar ninguna política activa, es correcto señalar a las escuelas anteriores como fuentes teóricas que apoyan la idea de los Consejos Monetarios, aun cuando ninguna de ellas ha considerado en detalle el problema de la sustitución de un Banco Central por un Consejo Monetario.⁶

¿ES VIABLE EN MÉXICO LA SUSTITUCIÓN DEL BANCO CENTRAL, POR UN CONSEJO MONETARIO?

En los últimos meses se desarrolló en nuestro país, en diversos foros, una fuerte polémica en la que participaron analistas de la vida nacional, principalmente economistas, que se pronunciaron en uno u otro sentido sobre el tema. La parte medular de dicha polémica ocupó los espacios de la radio, la televisión y la prensa.

El primer aspecto que se abordó fue el de si es viable constituir un Consejo Monetario en México; el segundo consistió en si es recomendable hacerlo.

Se sostuvo en primer lugar, que un Consejo Monetario es inviable para México, por lo menos en el corto plazo, debido a varias razones de importancia. La principal es: que México carecía (y todavía carece), de las divisas necesarias para respaldar la totalidad de su base monetaria; además, su alto nivel de endeudamiento externo hacía imposible obtener más divisas para el fin mencionado. El problema que encontramos en esta argumentación respecto de la inviabilidad, en el corto plazo, para lograr respaldar con divisas la base monetaria de México es que, aparentemente por simplicidad, se asume una paridad uno a uno del peso frente al

⁶ Véase Friedman (1960); Sheffrin (1989); Hayek (1978).

dólar (a la manera como se hace en Argentina, al amparo de su Ley de Convertibilidad). Si se calculara, por el contrario, la paridad a razón de ocho pesos por dólar, la cantidad de dólares necesarios para respaldar la base monetaria mexicana resultaría sólo de la octava parte de la cantidad anterior. La aritmética necesaria para realizar el cálculo, equivale a dividir la base monetaria existente en un momento dado, entre ocho, y así obtener el monto de reservas en dólares, necesario para respaldarla.

Sin embargo, una vez hecho el cálculo del respaldo en moneda de reserva que se requeriría, se argumentó que, en las condiciones de endeudamiento que el país vive desde 1995 hasta la fecha, casi cualquier cifra estaría por arriba de las posibilidades adicionales de endeudamiento de la economía mexicana. Al respecto, consideramos también incorrecta esta posición, ya que existe un fondo disponible en el Fondo Monetario Internacional para que los países en desarrollo puedan tener acceso a las divisas requeridas, para constituir un Consejo Monetario. Estos recursos provienen del aumento de la cuota norteamericana en el Fondo Monetario, para dicho propósito. Ahora bien, el pago de dicha deuda provendría de las ganancias netas de señoreaje que un Consejo Monetario obtiene. Estas ganancias resultan de que el costo de hacer circular su moneda en la economía (impresión, acuñación y mantenimiento de los billetes y monedas) es menor que la ganancia por intereses que generan las reservas monetarias invertidas en valores.⁷ Pero la

⁷ El señoreaje bruto es la ganancia por intereses de la reserva invertida en valores, mientras que el señoreaje neto es el señoreaje bruto menos los costos indicados de impresión, acuñación y mantenimiento de los billetes y monedas en circulación. Tanto un Consejo Monetario, como un Banco Central disfrutan de esta fuente de ingresos. Sin embargo, este último cuenta con otra fuente de señoreaje, aquella que le proporciona la posibilidad de crear inflación, mientras que el Consejo Monetario como no puede generar inflación, no puede, en consecuencia, apropiarse de esta otra fuente de ingresos.

discusión no termina en este punto; aun si existiera consenso respecto de la viabilidad de un Sistema de Consejo Monetario en México, todavía queda por discutir la siguiente pregunta.

¿ES RECOMENDABLE EN MÉXICO LA SUSTITUCIÓN DEL BANCO CENTRAL POR UN CONSEJO MONETARIO?

Es aquí, desde nuestro punto de vista, que el debate alcanza su punto más candente, en el cual intentaremos dejar señalados algunos aspectos que consideramos de gran importancia y evitar plantear una aceptación o rechazo tajantes a la opción de sustituir al Banco Central por un Consejo Monetario. Esto último es muy relevante, por que lo que se pone en juego, con cualquier medida que se adopte, ya sea continuar por la senda actual o adoptar alguna de las alternativas, es nada menos el presente y futuro de nuestro país.

Lo primero que se debiera reconocer es que tanto para un Sistema de Banco Central, como para uno de Consejo Monetario, las ventajas y las desventajas tienen que ser discutidas y evaluadas en conjunto, no por separado. Es decir, un Banco Central posee la ventaja de una política monetaria flexible, al mismo tiempo que la desventaja de que puede crear inflación. Tanto una como la otra están indisolublemente ligadas, no es posible destacar la primera y querer ocultar la segunda. Asimismo, un Consejo Monetario posee la ventaja de no poder crear inflación, al mismo tiempo que tiene la desventaja de que no puede gestionar una política monetaria flexible. También aquí la ventaja y la desventaja aparecen irremediabilmente ligadas, por lo que no es posible discutir las por separado.

Pasando a un plano más específico, las ventajas de un Consejo Monetario serían las siguientes: 1) la tasa de interés interna se reduciría, al no tener ya que compensar ningún riesgo cambiario;

sería igual a la tasa de interés del país de la moneda de reserva, más una prima procedente del riesgo político de invertir en México. Esto reactivaría la inversión productiva interna. 2) La inflación también se reduciría al cesar la emisión fiduciaria; la inflación existente sería cercana a la del país de la moneda de reserva (en nuestro caso Estados Unidos). Esto ayudaría a reducir el componente inflacionario presente en la tasa de interés, con lo que la tasa real sería menor.

Estas grandes ventajas tienen que confrontarse con la desaparición de toda flexibilidad monetaria, por lo que en caso de un choque externo no estaría presente la posibilidad de amortiguarlo, haciendo crecer la base monetaria para compensar la pérdida de divisas. Sin embargo, esta misma flexibilidad que se pierde, es la que ha hecho que muchos países en desarrollo se hayan desestabilizado en primera instancia, generando inflaciones vertiginosas y haciendo polvo el valor y el prestigio de sus monedas. Es decir, al perderse esa flexibilidad que podría ser útil en situaciones de emergencia, también se está arrancando de raíz la fuente potencial de la inestabilidad monetaria (recuérdense los tres señalamientos críticos mencionados más arriba, respecto de la eficacia estabilizadora de la propia política monetaria flexible).

Una objeción recurrente en contra de la propuesta que analizamos es la de que un Consejo Monetario significaría la pérdida de la soberanía monetaria de nuestro país. En efecto, al eliminarse la emisión fiduciaria cesaría la soberanía monetaria de México: la oferta monetaria sería determinada en su totalidad por el mercado, sin que los gestores de política económica pudieran influir directamente sobre ella. Sin embargo, en el México posterior a la crisis de diciembre de 1994, tampoco disfrutamos de soberanía monetaria, y sí de los estragos de una moneda débil, inflación, altas tasas de interés reales y elevado desempleo.

Otra objeción que se hace a la propuesta de establecer un Consejo Monetario, es que al fijarse el tipo de cambio, llevaría

nuevamente al problema de la sobrevaluación de la moneda, y a la ampliación del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos; problemas que, según muchos analistas, hicieron crisis en diciembre de 1994. Al respecto, debe recordarse que un Consejo Monetario, a diferencia de un Banco Central, no puede crear inflación. Desde esta perspectiva, el país con Consejo Monetario importaría la inflación del país que emite la moneda de reserva. Sin embargo, subsiste el problema de que la inflación en México fuera más elevada que la de ese país. En este caso, se pondría en funcionamiento un mecanismo autocorrector que eliminaría el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, a pesar de que el tipo de cambio se mantuviera fijo. Este mecanismo autocorrector funcionaría, de manera simplificada, de la siguiente forma: al superar las importaciones a las exportaciones, y generarse un déficit de cuenta corriente, se reducirían las reservas de las bancos comerciales; en consecuencia, disminuirían los préstamos que dichos bancos realizaran, ocasionando que las tasas de interés se elevaran. De esta manera, se reduciría el ingreso del país, disminuyendo la demanda de bienes en general, incluida la de los billetes y monedas emitidos por el Consejo Monetario. El resultado de este proceso sería la reducción de los precios de los bienes domésticos. En consecuencia, disminuiría la demanda interna de bienes importados, o se incrementaría la demanda externa de los bienes que produce el país que cuenta con un Consejo Monetario, logrando reequilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos.⁸

Por otra parte, también se ha afirmado que el Sistema de Consejo Monetario se sustenta en la entrada neta de capitales del exterior (ahorro externo) y en su impacto sobre el nivel de reserva de divisas para lograr la estabilidad cambiaria. Lo que se puede decir en este punto es que, además del mecanismo autocorrector que indicamos con anterioridad, efectivamente cobra gran impor-

⁸ Véase Hanke and Schuler (1993).

tancia la entrada de capitales al país. Sin embargo, dicha entrada no es necesaria para lograr la estabilidad cambiaria, ya que de manera inicial y permanente el Consejo Monetario mantiene una cobertura de cuando menos el cien por ciento de los billetes y monedas que emita.

Asimismo, otros argumentos cobran mayor relevancia. En particular, existe el peligro de que escaseen los capitales en los mercados internacionales y, en consecuencia, se den altas tasas de interés como sucedió en los primeros años de la década de los ochenta. En tales condiciones, se afirma, la economía mexicana estaría condenada a vivir en una recesión permanente. En este caso, efectivamente, esa situación no podría contrarrestarse ni con una política monetaria activa, porque ésta sería imposible con un Consejo Monetario, ni tampoco con una política fiscal activa; esto último, porque el Consejo Monetario no podría conceder crédito al gobierno, ni recibir préstamos del exterior debido a la iliquidez internacional prevaleciente. En este aspecto, lo que se podría apuntar es que un país con Consejo Monetario eliminaría el riesgo cambiario para el inversionista extranjero y que, poniendo en práctica políticas de desregulación amplia y de protección a los derechos de propiedad, podría no irle tan mal respecto de la captación de capitales extranjeros; en especial, si dicho país es miembro de una de las áreas de libre comercio más importantes del mundo.

Finalmente, tenemos lo que se denomina el "peor caso para un Consejo Monetario". Es decir, aquél en que la población se desborda a convertir sus billetes y monedas en la divisa de reserva. En esta situación, tenemos que el Consejo Monetario cuenta con la cantidad suficiente de la moneda de reserva para satisfacer esa demanda; todo lo que ocurriría es: que la población habría sustituido la totalidad de los billetes y monedas emitidos por el Consejo Monetario, por la moneda de reserva. Sin embargo, habría que considerar aquí la probabilidad de que se diera esta situación. En principio, entraría en funcionamiento el mecanismo autocorrector

al que hemos hecho referencia anteriormente, bloqueando la conversión masiva. Por último, existe un “núcleo duro” de demanda de los billetes y monedas emitidos por el Consejo Monetario, que resulta del hecho de que los pagos que la población hace al gobierno deben ser, precisamente, en la moneda que el Consejo Monetario emite. Todo lo cual hace poco probable “el peor caso”.⁹

La experiencia reciente del Banco de México parece mostrar que ni aun con una autonomía parcial, pudo contribuir a la estabilización cambiaria y financiera. Sólo nos falta probar, por un lado, su desempeño con un status de autonomía completa, que incluya lo que ahora todavía le falta: la autonomía en sus decisiones cambiarias. Por el otro, estaría el establecimiento de un Consejo Monetario con las ventajas que hemos señalado, y la desventaja de su pasividad en asuntos de política monetaria.¹⁰

⁹ Podría pensarse que resultaría más fácil realizar una sustitución monetaria del peso por el dólar, en vez de establecer un Consejo Monetario. Sin embargo, esta alternativa privaría al país de la ganancia de señoreaje neto, canalizándola al Banco Central del país de la moneda de reserva (La Reserva Federal). En cambio, con un Consejo Monetario, el señoreaje neto quedaría a disposición del gobierno del país, una vez que se hubiera cubierto la deuda con el FMI, en caso de que este organismo hubiera hecho el préstamo inicial. Además de esta razón económica, la circulación de moneda nacional, en nuestro idioma y con nuestros símbolos, es importante, en particular, si está respaldada por una moneda estable.

¹⁰ Uno de los argumentos más endeble, en defensa del Banco Central, es el que se refiere a cómo un Consejo Monetario podría ser operado por un puñado de empleados, mientras que un Banco Central, dada su complejidad, requiere de varios miles de ellos, por lo que habría un problema de “demanda efectiva” al establecer un Consejo Monetario en vez de un Banco Central. Lo que el país requiere es un organismo eficiente para apuntalar su moneda, no uno que apunte con su consumo la “demanda efectiva”.

De lo que no tenemos duda es de que un país que haya caído en un proceso hiperinflacionario, se beneficiará de la conversión de su Banco Central en un Consejo Monetario.

EL CONTEXTO DEL DEBATE EN MÉXICO: LA CRISIS DE FINALES DE 1994

El Banco de México ha recibido severas críticas en torno al manejo de la política monetaria que realizó durante 1994. La crisis de diciembre de ese mismo año, que todavía persiste y que incluso agudiza sus efectos en el llamado sector real de la economía, reveló la gran vulnerabilidad de la economía mexicana frente a situaciones de gran incertidumbre, como las originadas por los asesinatos de políticos encumbrados, los secuestros de importantes empresarios y el levantamiento armado en Chiapas; todo ello nada menos que en un año de elecciones presidenciales.

En dicho contexto, el Banco de México siguió una política monetaria cuestionable, al haber respondido a la contracción de la base monetaria, ocasionada por la pérdida de reservas internacionales, con una política expansiva del crédito interno. De esta manera, existió liquidez suficiente en la economía mexicana para retroalimentar la fuga de capitales y la consecuente pérdida adicional de reservas internacionales. Desde este punto de vista, la política monetaria correcta hubiera sido una de corte restrictivo, de altas tasas de interés y astringencia crediticia que impidiera financiar las salidas de capitales ante la turbulencia política en nuestro país. Además, siguió una política cambiaria que permitió la sobrevaluación del peso, además optó por una estrategia riesgosa, en la que mantuvo al peso dentro de su banda de flotación a través de la conversión masiva de CETES a TESOBONOS, lo que resultó en mayor vulnerabilidad de la economía mexicana.

En respuesta a las críticas anteriores, el Banco de México, a través de su gobernador, ha dicho que la política monetaria seguida durante 1994 no puede ser caracterizada como expansiva. Por el contrario, afirma que la expansión aludida del crédito interno, que efectivamente realizó, tenía como propósito compensar la reducción de la base monetaria proveniente de la pérdida de reservas internacionales que se experimentó, y señala que las tasas de interés se elevaron sustancialmente como resultado de la situación que se vivía.

El Banco de México discrepa también de la opinión de quienes consideraban sobrevaluado al peso, aduciendo que el elevado déficit de la cuenta corriente al que se llegó durante 1994, tenía como origen las fuertes entradas de capitales y no la sobrevaluación cambiaria. Adicionalmente, presenta como prueba a su favor las elevadas tasas de crecimiento de las exportaciones mexicanas, que no hubieran sido posibles, en su opinión, en presencia de una moneda significativamente sobrevaluada. Asimismo, sostuvo que el incremento del capital productivo, resultado del fuerte déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, elevó la productividad del trabajo y que la sobrevaluación real del peso fue aparente, puesto que representaba ganancias de productividad para el país, las cuales consideramos debieron haber servido como un amortiguador, en todo caso, de las presiones cambiarias, y no ser objeto de un usufructo inmediato por parte del país.

Finalmente, esta institución sostiene que siguió la mejor política monetaria que, en su momento, pudo diseñar, ya que no es posible adivinar el curso futuro de los acontecimientos.

Es en este contexto que el Banco de México se ha visto reiteradamente impugnado, desde diversas posturas políticas, y ha sido señalado como factor desestabilizador de la economía mexicana. Es también en este contexto, que deben discutirse las diferentes alternativas para evitar que sigamos siendo presa fácil de crisis recurrentes, cada vez peores, que deterioran no sólo a la economía

nacional, sino que generan una sensación de grave desaliento para la mayoría de los mexicanos.

BIBLIOGRAFÍA

De Kock, M H. *Banca Central*. FCE, México, 1980.

Friedman, Milton. *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press, 1960.

Hanke, Jonung and Schuler. *Russian Currency and Finance. A Currency Board approach to Reform*. Routledge, USA, 1993.

Hanke, and Schuler. "Keynes's Russian Currency Board", en Hanke and Walters (eds.), *Capital Markets and Development*. Institute for Contemporary Studies Press, USA, 1991a.

Hanke y Schuler. *¿Banca central o caja de conversión?* Fundación República, Buenos Aires, 1991b.

Hanke and Schuler. *Currency Boards for Developing Countries*. Institute for Contemporary Studies Press, USA, 1994.

Hayek, Friedrich. *Denationalization of Money*. Second edition. Hobart Paper Special 70, London: Institute of Economic Affairs, 1978.

McCulloch, J H. *A Monetarist Approach*. Second edition. Academic Press, USA, 1982.

Sayers, R S. *La Banca Moderna*. FCE, México, 1979.

Schettino, Macario. *Para Reconstruir México*. Océano, México, 1979.

Sheffrin, Steven. *Rational Expectations*. Cambridge Surveys of Economic Literature. Cambridge University Press, USA, 1989.

HEMEROGRAFÍA

Periódicos *Reforma* y *El Financiero*, de diciembre de 1994 a la fecha.

Realidades y perspectivas de la política cambiaria en México

*Carlos Gómez Chiñas**
*Rubén Piñeiro Santana**

LA ECONOMÍA MEXICANA después de la crisis de diciembre de 1994, ha estado caracterizada por la implementación de una política económica mucho más dinámica y estricta; la cual, no se ha restringido a las tradicionales políticas monetarias y fiscales, sino que ha ocupado un lugar destacado, la política cambiaria en un contexto de régimen de tipo de cambio flexible.

El dinamismo del sector exportador mexicano en los dos últimos años, tiene su explicación: más que el incremento de la competitividad real del sector, es el abaratamiento relativo de los rubros exportables, a consecuencia de la devaluación del tipo de cambio del peso mexicano; sin embargo, en los meses recientes se ha podido apreciar una fuerte tendencia a incrementarse las importaciones y por tanto, presiones sobre la balanza comercial, amenazando la estabilidad de las finanzas externas del país. Este fenómeno responde, fundamentalmente, al hecho de que la paridad cambiaria del peso se ha ido sobrevaluando; lo cual estimula las operaciones de importación de los agentes económicos nacionales, demostrando la importancia de la política cambiaria para mante-

** Profesores-investigadores del Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.*

ner el dinamismo del sector externo, el cual constituye el principal pivote de crecimiento de la economía mexicana.

La gran interrelación de la economía mexicana con los mercados financieros internacionales y sobre todo con la economía norteamericana, ha creado una fuerte dependencia de la política monetaria de los EU; fundamentalmente, del comportamiento de su tasa de interés, afectando el mercado de divisas mexicano y los niveles de tasas de interés nacional, como resultado de la alta movilidad de los capitales internacionales en busca de mayor rentabilidad.

En el presente trabajo, realizaremos un análisis de la importancia creciente de la implementación pragmática de políticas cambiarias activas en el diseño de las políticas económicas nacionales, lo cual tiene su más convincente argumentación en el papel que está jugando el sector externo dentro del proceso de ajuste económico que están realizando los países en vías de desarrollo, y muy particularmente, México, matizado por las nuevas tendencias de la economía mundial, tales como: la globalización, la transnacionalización, la desregulación, la innovación financiera, entre otras; lo cual ha conformado un entorno internacional completamente diferente al de, hace apenas, una década atrás.

ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE LA DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y RÉGIMENES CAMBIARIOS

El tipo de cambio se ha convertido en tema central de las discusiones sobre política económica, tanto en los países desarrollados como en los que están en "vías de serlo". En estos últimos, se argumenta que los severos problemas económicos que padecieron durante los ochenta fueron consecuencia, entre otros factores, de la instrumentación de políticas cambiarias incongruentes con la estrategia económica que asumieron.

En el presente acápite realizaremos un análisis de la importancia creciente de la implementación pragmática de políticas cambiarias activas en el diseño de las políticas económicas nacionales, lo cual tiene su más convincente argumentación en el papel que está jugando el sector externo dentro del proceso de ajuste económico que están realizando los países en vías de desarrollo, matizado por las nuevas tendencias de la economía mundial.

No es nuestro objetivo retomar la historia de los sistemas cambiarios internacionales,¹ sobre lo cual han corrido "ríos de tinta" explicando la esencia y evolución de estos sistemas, siendo de pleno dominio de economistas e interesados en temas financieros; nos detendremos fundamentalmente en aspectos conceptuales medulares y enfoques teóricos sobre el papel que puede jugar la política cambiaria y el tipo de cambio, dentro de la estrategia de desarrollo económico de un país.

SUSTENTO TEÓRICO DE LA FORMACIÓN DE LA PARIDAD CAMBIARIA DE LA MONEDA DOMÉSTICA: UN ANÁLISIS CRÍTICO

Los intentos de economistas y especialistas en temas financieros por comprender los factores que participan en la formación de los tipos de cambio de las diferentes monedas nacionales, han dado a la luz diversas teorías al respecto.

Se ha demostrado cómo los tipos de cambio vienen determinados por los tipos de interés y por las expectativas acerca del futuro que a su vez, se ven influidos por las condiciones de los mercados de dinero nacionales. Sin embargo, existen causas diferentes a las de la oferta monetaria en la formación del tipo de cambio, lo cual

¹ Se refiere a los diferentes sistemas monetarios internacionales que han existido, es decir: Patrón cambio-oro, Bretton Woods, Sistema Jamaicano, etc.

nos obliga al análisis de factores adicionales, tales como: modificaciones que se producen en los mercados de bienes y servicios, niveles de precios nacionales, entre otros.

Es evidente, que el tipo de cambio es uno de los precios de la economía nacional de formación multifactorial, por lo que se hace imposible que su explicación teórica pueda asumirla una teoría aislada, de ahí la necesidad de utilizar un sistema de teorías que en conjunto puedan lograr una explicación racional y objetiva de este fenómeno.

Por lo tanto, se describirán los principales postulados de la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo, Teoría de Fischer, Teoría de la Balanza de Pagos, Teoría de la Paridad de Intereses, Enfoque Monetario del Tipo de Cambio y la Teoría del Portafolio Balanceado.

TEORÍA DE LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO (PPA)

La teoría de la paridad del poder adquisitivo como tal, la formuló por primera vez Gustav Cassel en 1918, sin embargo, algunos economistas consideran que sus orígenes se encuentran en los trabajos de Wheatley (1803) y Ricardo (1811). Esta teoría ha sido objeto de diversas interpretaciones y persisten las discusiones sobre su validez. En su formulación original, la teoría de la PPA considera tipos de cambio flexibles que se ajustan (por lo menos en el largo plazo) para compensar el diferencial de inflación entre dos países. Cuando el tipo de cambio es fijo, la PPA deja de ser una teoría de su determinación (ya que las autoridades monetarias lo establecen) y se convierte en una teoría sobre la transmisión de la inflación a escala mundial.²

² De la ecuación de la PPA ($P=e \cdot P'$) se deriva que si "e" está fijo, los incrementos en P' corresponden a aumentos de la misma magnitud en P .

La PPA considera dos versiones: la absoluta y la relativa. De acuerdo con la primera, el tipo de cambio entre las monedas de dos países debe ser igual a la razón de los niveles generales de precios de ambos. La versión relativa entraña que la tasa de crecimiento del tipo de cambio debe ser igual a la diferencia entre las tasas de inflación de los dos países, es decir, afirma que los precios y los tipos de cambio, varían en una proporción que mantienen constante el poder adquisitivo de la moneda nacional de cada país en relación al de las otras divisas.³

De un modo más formal, la PPA relativa entre los países A y B se podría escribir como:

$$[E(a/b)_t - E(a/b)_{t-1}] / E(a/b)_{t-1} = \text{Inflación A} - \text{Inflación B} \quad (1)$$

donde:

$$\text{Inflación A} = (P_{at} - P_{at-1}) / P_{at-1} \quad (2)$$

$$\text{Inflación B} = (P_{bt} - P_{bt-1}) / P_{bt-1} \quad (3)$$

Aparentemente, la conclusión que ofrece la PPA, se parece a la Ley del precio único, sin embargo hay una diferencia entre la PPA y la Ley de precio único, y es que la segunda se refiere a precios de bienes individuales, mientras que la PPA considera el nivel general de precios que forman parte de la canasta de referencia.

³ En términos logarítmicos, las versiones se pueden expresar así:

Versión absoluta: $\ln \frac{P^t}{P^t} \cdot Et =$ Tipo de cambio expresado en unidades de moneda nacional por moneda extranjera.

Versión relativa: $\ln Et = \ln Pt - \ln Pt'$

P_t = índice de precios internos.

P_t' = índice de precios externos.

Por supuesto, si la Ley de precio único se cumple para todo los productos, la PPA debe cumplirse automáticamente, siempre que la cesta de referencia para calcular los niveles de precios sean iguales en ambos países. Sin embargo, los defensores de la teoría de la PPA plantean que su validez, fundamentalmente en el largo plazo, es independiente de que la Ley del precio único se cumpla.

La versión absoluta de la PPA ha sido criticada por sus serias limitaciones. En primer lugar, es trivial; se cumple para cualquier tipo de cambio, no sólo para el de equilibrio. En segundo lugar, la presencia de barreras comerciales, como tarifas a la importación y costos de transporte, obstaculiza el cumplimiento de esta versión. En tercero, la existencia de bienes no comerciables significa que la relación no se cumple necesariamente, aunque el tipo de cambio se encuentre en equilibrio. En cuarto, hay problemas de información, ya que los precios se dan a conocer en forma de índices, no de niveles absolutos, como en sentido estricto requiere la versión absoluta. Por último, la PPA absoluta carece de sentido, al menos de que las dos cestas cuyos precios se comparan sean iguales.

Por lo anterior, la versión relativa es la que más se utiliza, aunque también presenta limitaciones teóricas y prácticas. Las primeras se derivan de los supuestos establecidos, que consideran constantes la tecnología, la dotación de factores, los gustos de los consumidores, las barreras al comercio y los movimientos de capital. Las segundas se dan por ser una teoría que explica el comportamiento del tipo de cambio en el largo plazo y no en el corto plazo, dada la rigidez de los precios internos en este último; además, no especifica causas y efectos, sino que se limita a establecer una relación entre dos variables nominales y endógenas: el nivel de precio y el tipo de cambio, sin especificar quién determina a quién.

Todo lo anterior: nos permite concluir: que la teoría de la PPA más que determinar el tipo de cambio, es un indicador útil sobre la dirección que seguirán los ajustes del tipo de cambio en el largo plazo, perdiendo validez en el corto y mediano plazo.

TEORÍA DEL ENFOQUE MONETARIO DEL TIPO DE CAMBIO

Esta teoría explica la determinación de la paridad cambiaria de dos monedas, a partir del precio relativo de dos activos y, en particular, del monto en circulación de dos monedas. El tipo de cambio de equilibrio, según esta teoría, es aquél en el que la cantidad en circulación de ambas divisas es mantenida voluntariamente por el público, si esto no ocurriera, los agentes económicos ofrecerían la divisa indeseada en el mercado de divisas, lo cual motivaría su depreciación y el establecimiento de un tipo de cambio de equilibrio a un nivel más bajo.

Este modelo es una extensión lógica de la teoría cuantitativa del dinero. Antes de discutir los principales aspectos del modelo monetario del tipo de cambio, es importante señalar los principales supuestos sobre los cuales fue diseñado:⁴

- Todos los precios de los bienes son completamente flexibles.
- Los activos domésticos y extranjeros son perfectamente sustituibles.
- Movilidad perfecta del capital.
- La oferta monetaria y el ingreso real son determinados exógenamente.
- El dinero doméstico es demandado únicamente por residentes nacionales, y el dinero extranjero por residentes extranjeros.

Partiendo del supuesto de que la teoría de la paridad del poder adquisitivo se cumple,⁵ intentaremos ejemplificar los factores que

⁴ R. Baillie y P. McMahon, *The foreign exchange market*. Cambridge, 1989, p. 71.

⁵ Desechar este supuesto no invalida las conclusiones del análisis. Para mayor información a este respecto, véase: *The Economics of Exchange Rates*, Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, Addison-Wesley Publishing Company, 1978, pp. 64-89.

definen la formación de la paridad cambiaria, según el enfoque monetario del tipo de cambio.

Sabemos que en condiciones de equilibrio del mercado de dinero nacional, se cumple que:

$$M_s = P \cdot M_d, \quad (4)$$

donde:

M_s = Oferta nominal de dinero.

M_d = Demanda real de dinero.

P = Índice general de precios.

Por otra parte, en el país extranjero, el equilibrio en el mercado de dinero se puede expresar como:

$$M'_s = P' \cdot M'_d \quad (5)$$

donde:

M'_s = Oferta nominal de la divisa del país extranjero.

M'_d = Demanda real de la divisa extranjera.

P' = Índice general de precios del país extranjero.

Utilizando la expresión $PPA = \frac{T \cdot P}{P'}$ y sustituyendo en ella los valores de P y P' , después de despejarlos en las ecuaciones de oferta monetaria nacional y oferta nominal de divisas del país extranjero, se obtiene la siguiente expresión:

$$T = \frac{M'_s}{M_s} \cdot \frac{M_d}{M'_d} \quad (6)$$

La expresión anterior se puede transformar a variaciones porcentuales, para obtener:

$$\Delta T = (\Delta M's - \Delta Ms) + (\Delta Md - \Delta M'd) \quad (7)$$

Un (Δ) sobre cualquier variable representa la variación porcentual en la misma.

La expresión anterior nos indica de qué factores dependen las variaciones del tipo de cambio de equilibrio, por ejemplo si $M's > Ms$, el tipo de cambio nacional se aprecia y viceversa.

Según esta teoría, la determinación del tipo de cambio es un fenómeno monetario, que tiene la suficiente flexibilidad para capturar todo lo que sucede en el resto de la economía. Esto último obedece a que la demanda y oferta de dinero responden principalmente a un cierto número de variables, como el ingreso nacional, el índice de precios, las tasas de interés y las expectativas, las cuales reflejan el estado general de la economía. Sin embargo, pasa por alto otros elementos, como las presiones políticas sobre las decisiones monetarias del Banco Central y que puede distorsionar la esencia de esta teoría.

TEORÍA DEL PORTAFOLIO BALANCEADO

La teoría es una ampliación del enfoque monetario del tipo de cambio, ya que no solamente supone que el tipo de cambio es un precio determinado por las decisiones de los agentes económicos de mantener voluntariamente las divisas, sino que lo vincula a la decisiones de estos agentes de mantener voluntariamente las obligaciones emitidas en divisas.

Lo anterior podría simplificarse suponiendo que el tipo de cambio de la moneda del país A con respecto a la moneda del país B, tendrá una tendencia a depreciarse si la demanda relativa de bonos del país B es mayor que la demanda de obligaciones del país A y viceversa.

TEORÍA DEL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGO

Esta teoría es aplicable a regímenes de tipo de cambio fijo o de deslizamiento controlado,⁶ donde el ajuste de la paridad cambiaria se realiza por la institución económica, y no por el mercado.

El enfoque monetario de la balanza de pagos, permite hacer inferencias de la balanza de pagos, y la sostenibilidad del tipo de cambio a partir del análisis del mercado de dinero.

Partiendo de la interrelación existente entre la oferta monetaria (M_s), la reserva internacional del Banco Central (R) y el crédito interno (C), podemos expresar que $M_s = C + R$, por lo que el banco central aumentará la oferta monetaria, si se incrementa las reservas internacionales o el crédito interno. En el primer caso a diferencia del segundo, no surgirán presiones cambiarias, ya que ese incremento del circulante monetario está respaldado por divisas.

El hecho de que el crédito interno afecte la balanza de pagos y por tanto el tipo de cambio, lo podemos expresar de la siguiente forma:

$$a) M_s = C + R \quad (8)$$

$$b) M_d = P * M_d \quad (9)$$

$$c) B = R \quad (10)$$

donde:

B = saldo en la balanza de pago.

R = variación de las reservas internacionales.

⁶ Las principales características de los diferentes modelos cambiarios se estudiarán en el próximo acápite.

$$d) R=Ms-C \quad (11)$$

$$e) R=(P*Md)-C \quad (12)$$

$$f) B=(P*Md)-C \quad (13)$$

La expresión "f" es la esencia del enfoque monetario de la balanza de pago, ya que esta ecuación indica que si aumenta el crédito interno más que la demanda de dinero, resultaría un déficit de la balanza de pagos, ya que el exceso de dinero en circulación se canalizaría hacia la compra de productos importados o inversión en el extranjero, lo cual, reduce las reservas internacionales del Banco Central y por tanto presionaría hacia abajo al tipo de cambio.⁷ Lo anterior aclara por qué bajo un régimen cambiario fijo o de deslizamiento controlado, es tan importante mantener la disciplina fiscal y monetaria.

TEORÍA DE LA PARIDAD DE INTERESES

Según esta teoría, el mercado cambiario se encuentra en equilibrio cuando todos los depósitos, al margen de su denominación, ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada.⁸

La aseveración anterior se conoce como *la condición de la paridad de interés*; en otras palabras, es cuando los depósitos denominados en dos divisas cualesquiera y expresada en la misma unidad monetaria, proporcionan igual rentabilidad a los inversionistas.

⁷ En todos los casos, al menos que se señale lo contrario, se hace referencia a un tipo de cambio directo; es decir, la unidad de moneda extranjera expresada en moneda nacional.

⁸ R. Krugman y M. Obstfeld, *Economía Internacional*, Mc Graw Hill, 1994, p. 385.

Sin embargo, la condición de la paridad de intereses, no sólo tiene en cuenta la rentabilidad esperada de los depósitos en divisas, es decir su tasa de interés, sino también las ganancias por las variaciones esperadas del tipo de cambio. Analicemos un ejemplo para su mejor comprensión:

Supongamos que los depósitos en monedas del país A, están ofreciendo una tasa de interés de 20%, mientras que la rentabilidad de los depósitos del país B es de 15%; sin embargo, se espera una depreciación de la moneda del país A respecto a la moneda del país B del 10%, por lo que los inversionistas de ambos países realizarán sus inversiones en el país B, ya que la tasa de rentabilidad en este país es 5% superior a la del país A, consecuentemente los agentes económicos preferirán invertir en los depósitos de divisas que ofrezcan la tasa de rentabilidad más elevada. Como resultado, en el mercado de divisas aparecerá un exceso de oferta de la moneda de A y un exceso de demanda de la moneda de B, lo cual provocará ajustes continuos del tipo de cambio entre ambas naciones.

Este proceso se repetirá indefinidamente hasta que se logre la condición de la paridad de interés; es decir, que se iguale las tasas de rentabilidad de los depósitos en ambas divisas, por lo que no existirá exceso de demanda, ni de oferta de depósitos nominados en determinadas divisas.

La condición de la paridad de interés puede formalizarse con la siguiente ecuación:

$$R_a = R_b + (E^a/b - E^a/b) / E^a/b \quad (14)$$

donde:

R_a = rentabilidad de los depósitos en el país A

R_b = rentabilidad de los depósitos en el país B

E^a/b = tipo de cambio esperado a/b

E^a/b = tipo de cambio actual a/b

Cuando no se cumple esta igualdad, tenderá a apreciarse la moneda del país cuyos depósitos ofrezcan mayor rentabilidad y viceversa. Un elemento importante de este análisis es que se utilizan tipos de cambio esperados, por lo que juega un papel importante las expectativas de los agentes económicos y por supuesto la dinámica de los mercados a futuros de las divisas, en el cálculo de la rentabilidad final de cada uno de los depósitos.

TEORÍAS DE FISHER

Divide su teoría en dos vertientes, la teoría cerrada y la internacional o abierta, para el presente trabajo, no nos detendremos en la segunda por su similitud con la teoría de la paridad de intereses, ya tratada; es decir basa la rentabilidad del inversor internacional en dos elementos: el tipo de interés nominal y las variaciones del tipo de cambio.

La teoría cerrada, conocida también como el efecto Fisher, se sustenta en que los inversionistas buscan sobre todo la *rentabilidad real*⁹ para la toma de decisiones, es decir, tienen en cuenta el impacto de la inflación en el poder adquisitivo de los ingresos recibidos.

Según Fisher, en una situación de equilibrio, la rentabilidad entre distintos países ha de ser igual. Es decir, el inversor debe ser indiferente a colocar sus capitales en los distintos países, pues sus rendimientos reales serán los mismos.¹⁰

⁹ La tasa de rentabilidad real es la tasa de rentabilidad calculada expresando los valores de los activos en término de una cesta de bienes representativa (para más detalles ver: P. Krugman Economía Internacional, p. 377).

¹⁰ L. Díez de Castro y J. Mascareñas, Ingeniería Financiera, Mc Graw Hill, 1991, p. 33.

En esta teoría el elemento complementario a la tasa de interés, es la tasa de inflación y no el tipo de cambio como en las anteriores; sin embargo, el ajuste en los mercados de capitales en busca de una mayor rentabilidad real impacta inevitablemente en las paridades cambiarias de las divisas participantes.

MODELO MONETARIO DE PRECIOS RÍGIDOS DE DORNBUSCH

La teoría del enfoque monetario del tipo de cambio, tenía una serie de supuestos, entre los cuales se encontraba una flexibilidad perfecta de los precios. Dornbusch desarrolla su nuevo modelo sobre la formación del tipo de cambio analizando diferentes velocidades de ajuste de los mercados de bienes y de dinero.

El modelo de Dornbusch es capaz de dar una explicación más acabada sobre el proceso de ajuste dinámico del tipo de cambio en busca del equilibrio, conservando los supuestos del modelo monetario, a excepción de que los bienes domésticos y extranjeros son considerados sustitutos perfectos y que los precios de los bienes se ajustan con cierto retardo.

No obstante, el mercado financiero trabaja bajo el supuesto de que se ajusta instantáneamente, mientras que el mercado de bienes se ajusta a diferentes velocidades, por lo que un incremento de corto plazo de la oferta monetaria, puede afectar los términos de intercambio. Este fenómeno puede crear un efecto similar al del modelo de Mundel-Fleming,¹¹ donde la reducción de la tasa de interés doméstica afectaría el flujo de capitales, resultando una depreciación de

¹¹ La ampliación del típico modelo IS-LM para incluir una economía abierta con movilidad perfecta de capital, se denomina modelo de Mundell-Fleming, este modelo se basa en la condición de que con movilidad perfecta de capital, cualquier diferencia, por pequeña que sea, entre los tipos de interés internos y externos

la moneda doméstica. Durante el proceso de ajuste, los precios y el tipo de cambio pueden moverse en direcciones opuestas.¹²

Como hemos señalado con anterioridad, a pesar de la diversidad de teorías sobre la formación del tipo de cambio, ninguna de ellas puede explicar todos los factores que interactúan en este proceso, por lo que deben ser utilizadas de conjunto, con un enfoque sistémico, para poder proporcionar explicaciones más racionales y objetivas.

Al mismo tiempo, se debe tener en cuenta las características del país en cuestión, ya que en el análisis de la paridad cambiaria de una moneda perteneciente a una economía subdesarrollada, con mercado financiero imperfecto y poco integrado, sería erróneo hacer demasiado énfasis en teorías como la de la paridad de intereses, de igual forma, para una economía desarrollada, con tasas de inflación bajas y estables, sería contraproducente darle demasiada importancia a la teoría de la PPA. Esto nos permite concluir que se debe seleccionar, la teoría que predominará en el análisis, teniendo en cuenta el entorno económico-financiero de la moneda.

REGÍMENES CAMBIARIOS: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

Después de la desaparición del sistema monetario internacional de Bretton Woods, los países asumieron diversos regímenes cambiarios, según sus prioridades de política económica, algunos modelos de tipos de cambio operan automáticamente sin la intervención del gobierno, otros permiten el ejercicio discrecional de las autoridades

provocan flujos de capital infinitos. (ver: R. Dornbusch y S. Fisher, Macroeconomía, Mc Graw Hill, pp. 230-233.

¹² Las expresiones matemáticas de este modelo pueden encontrarse en: R. Baillie y P. McMahon, *The foreign exchange market*. Cambridge, pp. 75-80.

y el proceso de ajuste del desequilibrio externo incorpora la dirección deliberada de la política del Banco Central.

A partir de estos dos extremos de política cambiaria, es decir tipo de cambio fijo y tipo de cambio flexible, aparecen otros regímenes cambiarios algo más matizados, como: el sistema de flotación manejada, sistema de banda con deslizamiento, sistema de cambio dual, entre otros.

Realizaremos una breve caracterización de cada uno de estos sistemas cambiarios.

SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO FIJO

En este régimen, el Banco Central participa en el mercado de cambios, comprando o vendiendo divisas cuando la oferta del mercado no corresponde a la demanda del tipo de cambio fijo. Para este propósito el Banco Central mantiene reservas internacionales.¹³ Cuando el gobierno no desea o está incapacitado para defender el tipo de cambio fijo, modifica la paridad cambiaria, es decir, la moneda se revalúa o devalúa con respecto a las monedas a la que está fija.

Un régimen de tipo de cambio fijo, necesita de una estricta disciplina fiscal y monetaria para evitar las presiones sobre el tipo de cambio, cuando éstas se producen, el mecanismo de precio interno debe funcionar con la suficiente flexibilidad como para revertir la tendencia predominante en el mercado de divisas.¹⁴

¹³ Las reservas internacionales son generalmente depósitos en dólares o instrumentos denominados en dólares, aunque crece la participación en las reservas de otras monedas, como el marco alemán, el yen japonés, los Derechos Especiales de Giro del FMI, entre otras, y por supuesto se conserva el oro.

¹⁴ Para mayor detalle ver: S. Schaivo, "International Economics: An introduction to theory and policy". Ed. Winthrop, Cambridge, capítulo 11.

Existen argumentos poderosos en favor de un tipo de cambio fijo,¹⁵ entre los cuales se puede citar, el factor de prestigio internacional y que es un símbolo de estabilidad interna; aunque también tiene limitantes, como las restricciones a la política monetaria y fiscal del gobierno, agotamiento de las reservas internacionales, presiones especulativas, entre otras.

SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO LIBRE

A diferencia del anterior, el tipo de cambio libremente fluctuante está determinado por el juego de las fuerzas del mercado. Los librecambistas argumentan que, ante la presencia de un déficit de balanza de pagos, el tipo de cambio debería quedar librado a la acción en el mercado de los oferentes y demandantes de divisas, los cuales están mejor informados sobre las condiciones reales y por tanto, conducirían al tipo de cambio al nivel más favorable para la balanza de pagos y el desarrollo económico del país.

El modelo de tipo de cambio flexible, no utiliza el mecanismo de ajuste de los precios internos, sino que se produce el ajuste del precio de la moneda doméstica en término de monedas extranjeras. Con mayor frecuencia, se establece la llamada *flotación manejada*, que significa permitir la flotación de la moneda, pero en forma moderada, ya que el Banco Central interviene comprando y vendiendo divisas para defender su moneda contra depreciaciones y apreciaciones indeseadas.

Entre los argumentos a favor de los tipos de cambio flotantes están: la autonomía de la política monetaria, los tipos de cambios como estabilizadores automáticos, etc; existiendo otros argumen-

¹⁵ *Diversos argumentos teóricos en favor de tipos de cambio fijo se exponen en R. Mundell, "A theory of optimum currency areas" y Johnson y Swoboda, eds., The economics of common currencies, Parte I, 1973.*

tos que niegan sus ventajas, tales como: la disciplina, las perturbaciones monetarias y la especulación desestabilizadora, los perjuicios al comercio internacional y a la inversión, descoordinación de políticas económicas, entre otras.¹⁶

SISTEMA DE DESLIZAMIENTO CONTROLADO O TIPO DE CAMBIO REPTANTE (CRAWLING PEG)

Este sistema cambiario es una especie de régimen de tipo de cambio "híbrido", no es exactamente un tipo de cambio fijo, sino una trayectoria del tipo de cambio; es decir, la paridad cambiaria se va deslizando en busca de un ajuste de acuerdo a las condiciones económicas y financieras que respaldan a la moneda nacional.

Cuando el Banco Central prevé ciertas inestabilidades de la moneda doméstica, pero no desea un régimen de tipo de cambio flotante, optan por un régimen de deslizamiento controlado, lo cual le permitiría un ajuste "suave" del tipo de cambio sin poner en peligro las reservas internacionales del país.

La magnitud del deslizamiento es definida por la institución monetaria, a través de cálculos econométricos, siendo un aspecto de vital importancia que la magnitud del deslizamiento sea lo suficientemente objetiva, como para evitar la apreciación real paulatina de la moneda nacional y sus adversas consecuencias.

Este esquema se utiliza actualmente en varios países en desarrollo, particularmente en América Latina, donde se ha establecido un tipo de cambio inicial fijo, que se ajusta periódicamente de acuerdo a una tabla o fórmula predeterminada. De este modo, el tipo de cambio reptante es un sistema de pequeñas devaluaciones frecuentes y pre-anunciadas, a veces incluso sobre una base diaria.

¹⁶ Para mayor detalle ver: P. Krugman y M. Obstfeld, *Economía Internacional*, pp. 638-647.

Una regla que se ha empleado consiste en devaluar el tipo de cambio a una tasa que es igual a la diferencia entre la tasa de inflación interna y la tasa esperada de inflación internacional, (o de su principal socio comercial); esta política apunta a mantener un nivel dado del tipo de cambio real, $e = EP^*/p$.¹⁷

SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO DUAL O MÚLTIPLE

Cuando existen controles cambiarios, el tipo de cambio oficial no se aplica para ciertas transacciones, las que deben efectuarse a un tipo de cambio alternativo, por lo que los controles cambiarios dan origen casi siempre a un sistema de tipo de cambio dual o múltiple; los cuales, han sido utilizados con amplitud por muchos países en desarrollo a pesar de las serias resistencias que enfrentan estos esquemas en el Fondo Monetario Internacional.

El tipo de cambio dual o múltiple, es cuando se utiliza diferentes tasas de cambios para distintas transacciones internacionales, es decir, se divide artificialmente el mercado de divisas, prefiriendo a las actividades que se desean estimular.

Estos regímenes pueden coexistir con los sistemas de tipo de cambio fijo, flotación manejada o deslizamiento controlado, sólo que cuando es imposible mantener la paridad cambiaria, no se recurre a la devaluación de la moneda doméstica, sino que se utilizan diferentes tipos de controles, lo cual no sólo busca postergar la devaluación y en consecuencia los efectos negativos de ésta en la economía; sino también, a moderar la volatilidad de los mercados cambiarios.

En un caso típico de mercados cambiarios duales, existe una tasa para las transacciones comerciales y otra tasa, más depreciada

¹⁷ Para más detalle ver: John Williamson, *The Crawling Peg: Performance and Future Prospects*, Macmillan, Nueva York, 1982.

para las operaciones de cuenta de capitales. Hay dos ideas básicas detrás de esta política. Una persigue aislar el mercado de bienes de los shocks que puede ocurrir en los mercados de activos nacionales e internacionales. La segunda busca limitar la tenencia de activos externos por el sector privado, esperando evitar con esto una pérdida de reservas de divisas del Banco Central, es decir impedir una conversión masiva de moneda local a activos financieros externos.

SISTEMA DE BANDA CON DESLIZAMIENTO

Es un régimen de tipo de cambio semejante al sistema de deslizamiento controlado, sólo que las devaluaciones periódicas a tasas preestablecidas, se complementan con límites o bandas inferiores y superiores, dentro de las cuales se mueve la paridad cambiaria de la moneda doméstica.

El Banco Central interviene activamente en los mercados de divisas, cuando la cotización de la moneda nacional amenaza sobrepasar las bandas establecidas en cualquiera de las dos direcciones. Las bandas pueden ser modificadas por la institución monetaria cuando las condiciones económicas y financieras del país lo exijan.

CONSEJO MONETARIO

Es una versión moderna del patrón oro, pero en este caso se toma como patrón una de las divisas más importante del sistema monetario internacional, generalmente el dólar norteamericano, la cual debe respaldar completamente el circulante monetario interno a un tipo de cambio fijo preestablecido.

El Consejo Monetario sustituye al Banco Central en sus funciones de regulador de la liquidez interna, perdiéndose toda la auto-

nomía monetaria, así como el papel activo de la política monetaria y fiscal en el contexto de la política económica, ya que el incremento de las reservas internacionales del país, es la única fuente posible de estimular la economía por la vía monetaria.

Este sistema cambiario garantiza la estabilidad del tipo de cambio y de los precios internos, pero es extremadamente recesio-nista, ya que el crecimiento económico del país depende únicamente de las posibilidades de ingresos del sector externo, a través del mejoramiento de la cuenta corriente y la cuenta de capitales, lo cual, en caso de un pobre dinamismo de las exportaciones nacionales, creará una dependencia excesiva del financiamiento externo.

La presente caracterización de los principales regímenes cambiarios que están presentes en la economía mundial, nos permiten analizar en el último capítulo del presente trabajo, las diferentes variantes de sistemas de tipo de cambio y su posible aplicación en el contexto de las reformas económico-financieras que están teniendo lugar en la economía cubana, es decir, no solamente se hace necesario establecer un tipo de cambio del peso cubano más realista, sino asumir un régimen cambiario que permita la estabilidad cambiaria en el largo plazo y devuelva la confianza de inversionistas extranjeros.

IMPORTANCIA DEL TIPO DE CAMBIO Y DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN EL CONTEXTO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA DE UN PAÍS

EL TIPO DE CAMBIO: PRINCIPAL CONECTIVO DE LA ECONOMÍA NACIONAL CON EL MERCADO MUNDIAL

El mercado de bienes y servicios, así como los mercados de capital y de servicios financieros, se están volviendo cada vez más globa-

les, y las fronteras nacionales están desempeñando un papel siempre decreciente, ya que los mercados domésticos se han visto expuestos a la competencia de las compañías y bancos extranjeros, al mismo tiempo que los nacionales incrementan su presencia en los mercados mundiales, este fenómeno se ha conocido como la globalización e internacionalización de las economías nacionales, la cual tiene sus manifestaciones, no solamente en las esferas productivas y financieras, sino también en ramas tan sensibles como: tecnología, investigación y desarrollo, factor trabajo, comercio intraindustrial, entre otros.

Este fenómeno, toma sus mayores dimensiones en un contexto de desregulación económica que sustenta los modelos neoliberales implementados en la mayoría de los países subdesarrollados, donde la apertura hacia el exterior, es desde sus puntos de vista, la forma óptima y más rápida de alcanzar la eficiencia y competitividad de los factores de la producción nacionales.

Esta "integración" y complementariedad creciente entre las economías domésticas, ha exacerbado la importancia del tipo de cambio como el principal instrumento de política económica que vincula a una economía con el resto del mundo, y sobre todo como el mecanismo, que si bien no se debe absolutizar, si permite medir objetivamente la eficiencia relativa de economías diferentes.

En este mundo internacionalizado se hace imprescindible el perfeccionamiento de los *mercados de divisas* y la estabilidad de los precios que funcionan en el mismo, ya que de esto depende la existencia de los volúmenes necesarios de liquidez monetaria internacional, que lubriquen los mecanismos de la producción y del comercio mundial, lo cual permitirá el dinámico crecimiento de los mismos, y en consecuencia el aumento de los niveles de bienestar mundial.

El mercado cambiario o el mercado de divisas, no es sino un mercado como cualquier otro, donde los compradores (demandantes) y los vendedores (oferentes) cambian bienes (en este caso,

divisas).¹⁸ De lo anterior se desprende que *el tipo de cambio no es sino un precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en término de otra moneda*.¹⁹

Sin embargo, a pesar de que los tipos de cambio bilaterales nominales son ampliamente utilizados en la práctica económica, poseen serias limitaciones para el análisis de la fortaleza o debilidad relativa de la moneda, o de la competitividad internacional de los productos de un país.

Partiendo del supuesto de un mayor realismo de la paridad cambiaria peso cubano/dólar, cuando sube la paridad cambiaria peso/dólar, decimos que el peso se devaluó frente al dólar y que el dólar se revaluó frente al peso,²⁰ lo cual no significa que la debilidad relativa del peso se manifieste en todas sus cotizaciones frente al resto de las monedas extranjeras, ya que podría revaluarse ante algunas de ellas. Al mismo tiempo, el tipo de cambio nominal no refleja los niveles de inflación, y en consecuencia el poder adquisitivo real de la moneda doméstica.

En conclusión, mejores indicadores de la eficiencia y competitividad internacional de un país con el resto del mundo, lo constituyen los *tipos de cambios efectivos* que se calculan a partir de índices

¹⁸ *Divisas se define como:* 1) billetes y monedas extranjeras, 2) transferencias bancarias denominadas en monedas extranjeras y 3) otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera.

¹⁹ Catherine Mansell Carstens, *Las nuevas finanzas en México*, INEF, ITAM, Editorial Milenio, S.A. de C.V., p. 12.

²⁰ Los términos apreciación y depreciación están vinculados a variaciones del tipo de cambio por las fuerzas del mercado, mientras que la revaluación y devaluación son resultados de la política deliberada del gobierno de modificar la paridad cambiaria de su moneda. Es obvio que para regímenes de tipos de cambio fijo, como es el caso cubano, los primeros términos son improcedentes, al menos en el mercado oficial.

que expresan los tipos de cambio ponderados por comercio internacional, y los *tipos de cambio reales*, que son tipos de cambio nominales ajustados por el índice general de precios internos y externos.

Dada la ausencia de instrumentos de este tipo en la política macroeconómica empleada por el gobierno cubano en el contexto de la reforma económica de la isla, los cuales, sin lugar a dudas, constituyen un eslabón esencial para el cumplimiento del objetivo del presente trabajo, es decir, demostrar que en el marco de la actual política de mayor flexibilidad en las decisiones económicas, sin abandonar la esencia de la planificación socialista, el establecimiento de un régimen cambiario que refleje con mayor realismo las actuales condiciones internas y externas de la economía nacional, es un requisito ineludible para fortalecer la moneda doméstica y garantizar el éxito de la política económica implementada en Cuba; analizaremos con mayor detalle los tipos de cambio arriba mencionados.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO

Es común, que cuando el dólar se devalúa frente a algunas monedas, permanezca igual frente a otras y se revalúe frente al resto, este comportamiento también puede ser apreciado en otras monedas domésticas, de ahí la importancia del tipo de cambio efectivo, al medir el valor de una moneda con respecto al resto de las divisas del mercado simultáneamente.

Los tipos de cambio efectivos son índices calculados a partir de una canasta ponderada de distintas monedas que se expresan como números relativos a un año base. El índice más sencillo es el tipo de cambio efectivo ponderado por el comercio bilateral, en el cual se le otorga a las monedas extranjeras su participación en la ponderación del índice según sea el peso del país emisor en el comercio

internacional del país a cuya moneda se le calcula el tipo de cambio efectivo. La participación comercial puede medirse a través de las exportaciones, importaciones o ambas.

A pesar de que el tipo de cambio ponderado por comercio bilateral es superior, en cuanto a la información que proporciona, al tipo de cambio bilateral nominal, éste sufre de inconveniencias serias, entre las cuales destaca el hecho de que la demanda y oferta de divisas no sólo está vinculado a transacciones comerciales, sino también a operaciones de inversión y especulativas,²¹ por lo que el cálculo estaría parcializado e incompleto.

La sensibilidad exclusiva de este tipo de cambio ante la participación bilateral del comercio, manifiesta otra desventaja, ya que los países con un volumen de comercio relativamente pequeño con el país en cuestión, participan en menor proporción en la formación del índice efectivo, sin embargo, no se descarta la posibilidad real de que estos países comercien en el mercado internacional con productos similares al país analizado, por lo cual los cambios en el valor de sus monedas, tiene un efecto importante sobre la moneda a que se le calculó el tipo de cambio efectivo.

Para una mejor comprensión de lo anterior, supongamos que el comercio entre México y República Dominicana es sólo de 0.5% del comercio internacional mexicano y por lo tanto la ponderación del peso dominicano es relativamente pequeña en el posible tipo de cambio efectivo del peso mexicano; sin embargo, una devaluación del peso dominicano ante el dólar norteamericano, reduce los precios de bienes y servicios dominicanos en términos de dólares en el mercado mundial en comparación con los de México, afectando la competitividad de los productos y servicios mexicanos y por tanto la fortaleza externa de la moneda doméstica; este efecto es obviado por el índice efectivo ponderado por el comercio bilateral.

²¹ Ver, L. Díez de Castro y J. Mascareñas, *Ingeniería Financiera*, Mc Graw Hill, 1991, p. 29.

Las inconveniencias de ponderar con el comercio bilateral pueden atenuarse con el cálculo del *índice ponderado por comercio internacional del tipo de cambio efectivo*, donde se pondera la participación del país en el comercio mundial y no sólo con el país con el cual se mide. La Reserva Federal de Estados Unidos calcula este índice para el dólar y lo publica en el *Federal Reserve Bulletin*.

TIPO DE CAMBIO REAL (TCR)

Los agentes económicos han puesto cada vez mayor atención al tipo de cambio real como indicador de las posibilidades de éxito de la política económica y, en particular, de la competitividad de los productos nacionales en los mercados externos, convirtiéndose en una variable clave para que las empresas e individuos tomen decisiones. Esta práctica ha sido más palpable en los países en vías de desarrollo, como resultado de los severos daños provocados por los procesos de inflación-devaluación que han tenido lugar en estas economías.

El *tipo de cambio real*, se define como el tipo de cambio nominal ajustado por los precios de un país con respecto al resto del mundo o de sus principales socios comerciales. El tipo de cambio real, proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra, por lo tanto, este tipo de cambio se usa frecuentemente como indicador de la competitividad internacional de la moneda de un país, y para juzgar el grado de sobrevaloración o subvaluación de dicha moneda.

En términos formales, el tipo de cambio real (Tr), es igual al tipo de cambio nominal (T), multiplicado por la razón del índice de precios extranjero (P^*), con respecto al nacional (P).

Las relaciones de precios que se suelen utilizar se describen a continuación.

1. Precios al consumidor, al productor o de mayoreo. Según esta definición, si los precios de un país aumentan en relación con el resto del mundo, aquél pierde competitividad.²²
2. El precio de los bienes comerciables respecto a los no comerciables de un país. Esta relación es la más usada en la teoría del comercio internacional; de acuerdo con ella, una caída del índice refleja un incremento en el costo interno de producir bienes comerciables internacionalmente, lo que significa el deterioro en la competitividad y la posible reasignación de recursos hacia el sector de los no comercializables.²³
3. Los costos de producción por lo general los unitarios de la mano de obra manufacturera. El incremento de los costos internos del factor trabajo, respecto a los externos, sin que ello se compense con un movimiento del tipo de cambio nominal o la productividad del trabajo, disminuye la competitividad del país.²⁴

Es posible calcular cualquiera de las variantes de los tipos de cambios efectivos desde el punto de vista real, tales como: *Tipo de cambio efectivo bilateral real* y el *tipo de cambio efectivo multilateral real*, siguiendo la misma fórmula del tipo de cambio real, sólo que utiliza como precios en el exterior a un índice construido con una canasta de precios extranjeros. Por lo que este índice ofrece una medida de la competitividad total de los bienes domésticos en el mercado mundial.

²² $TCR_1 = \frac{T.P^*}{P}$, donde el subíndice 1 se refiere al número de la definición.

²³ $TCR_2 = \frac{P_c}{P_n}$, donde los subíndices c y n denotan, respectivamente, los precios de los bienes comerciables y no comerciables.

²⁴ $TCR_3 = \frac{W/Q}{(W/Q)^*}$, donde la W es la remuneración total por hora; Q, la producción por hora-hombre en la industria manufacturera.

La dinámica de variación de los tipos de cambio reales y nominales, pueden ser diversos en los diferentes países, ya que estos dependen de la proporción de bienes comerciables y no comerciables en la economía, de la dimensión del país, de la indización del salario, de la flexibilidad de los precios en general, de la experiencia inflacionaria reciente, entre otras. Por ejemplo, los países con importaciones y exportaciones reducidas, sin historia reciente de inflación, quizás encuentren que sus tipos de cambio reales se rezagan respecto a sus tipos de cambio nominales por un margen sustantivo, cuando varía el segundo. Por otra parte, un país con economía medianamente abierta y con historial de inflación, el tipo de cambio real sigue con rapidez al tipo de cambio nominal de manera que los precios internos se ajustan casi al instante a los niveles internacionales.

Finalmente, no sería ocioso revisar las funciones básicas del tipo de cambio en una economía, independientemente del régimen socioeconómico del país analizado. Entre ellas tenemos las siguientes:

– *Función de control*: Cuando se registran las operaciones a un tipo de cambio dado para su contabilización; esa función se cumple siempre, cualquiera que sea la magnitud y la forma de cálculo del tipo de cambio de la moneda nacional.

Esta función es la que está jugando en la actualidad el tipo de cambio peso cubano/dólar, ya que la paridad unitaria entre estas dos monedas carece de toda objetividad económica, pero sin embargo, facilita el control contable (estadístico) de los costos de bienes e insumos importados.

– *Función de medición*: Se manifiesta cuando el tipo de cambio refleja objetividad económica, por lo que expresa o mide la competitividad real de la economía nacional frente al resto del mundo, manifiesta la eficiencia relativa de los factores de la producción domésticos y los factores de la producción de los socios comerciales.

– *Función de estimulación*: Cuando el tipo de cambio de la moneda nacional se utiliza para estimular un tipo de actividad determinada en correspondencia con la estrategia de política económica seguida por el país, ya sea de promoción de exportaciones o sustitución de importaciones. Esta función se materializa a través del impacto de la variación de la paridad cambiaria en los precios relativos de los bienes comercializables.

– *Función antiinflacionaria*: Con mucha frecuencia se permite la sobrevaloración del tipo de cambio en busca de la estabilidad de los precios internos, dado el impacto de una devaluación en los costos de producción y en las expectativas de los consumidores, sobre todo en aquellos países donde el sector externo tiene un peso preponderante en la conformación del PIB.

Independientemente, de las diversas funciones que desempeña el tipo de cambio y el papel activo que puede jugar la política cambiaria, estos no deben verse como algo aislado, sino como un elemento más del conjunto de políticas que conforman la estrategia de dirección de la economía nacional.

LA POLÍTICA CAMBIARIA Y SU IMPACTO EN LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

En el curso del último decenio, se han producido innovaciones de gran significación en las políticas cambiarias de diversos países latinoamericanos y del resto del mundo, las cuales han tenido dos tendencias fundamentales, la primera de ellas, considera el tipo de cambio como ancla nominal de la inflación, y la segunda, como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción nacional.

Sin embargo, la responsabilidad básica de la política cambiaria es lograr un equilibrio en la balanza de pagos compatible con los objetivos del programa de desarrollo económico del país, esta

condición revestirá mayor o menor importancia, dependiendo del peso específico que posea dentro del modelo económico el mercado interno e internacional de bienes y servicios, así como de la participación relativa del ahorro interno y de los capitales extranjeros en los flujos de inversión productiva doméstica.

Las divisas constituyen un artículo estratégico, cuya disponibilidad y cotización influyen en forma decisiva sobre el funcionamiento de la economía nacional, ello comprende el nivel de actividad económica, el grado de autonomía frente al exterior, la estructura de la producción y la estabilidad de los precios. Por otra parte, debido a su naturaleza, las divisas se prestan a operaciones especulativas más que otros artículos, pues sirven como instrumento de "fuga de capitales" y de sustitución de los medios de pagos y atesoramiento interno. En consecuencia, lo cambiario ejerce efectos de carácter macroeconómico, por lo que la política cambiaria y del acceso al intercambio de divisas debe asumir rasgos especiales, en particular en las economías en desarrollo.

La inestabilidad de los mercados externos y fluctuaciones imprevistas en actividades internas ligadas a la balanza de pagos, plantea uno de los principales problemas que debe enfrentar una política cambiaria eficiente. Dos de las fuentes de inestabilidad más comunes en los países en desarrollo son la inflación y la variabilidad de los precios de sus exportaciones, las cuales distorsionan sistemáticamente la paridad cambiaria, provocando señales fluctuantes para la asignación de recursos, motivando gastos ineficientes para la economía, ya que en las actividades productivas existen rigideces y costos de ajuste sustanciales.

La inestabilidad cambiaria, tiende a repercutir con mayor intensidad sobre las exportaciones nuevas, sobre las realizadas por empresas menos diversificadas en sus mercados y sobre las que tienen menos acceso al sistema crediticio. En consecuencia, la inestabilidad cambiaria, si bien afecta los ingresos de todas las exportaciones, tiene un sesgo contra las no tradicionales.

Lo anterior, nos muestra la necesidad de una política cambiaria que permita el ajuste del tipo de cambio según la variación de las condiciones internas y externas de la economía nacional. El gran dilema está, en ¿quién debe tomar las decisiones?, para muchos economistas la respuesta está en el mercado, mientras que para otros debe ser la actividad reguladora del Banco Central.

Una política de cambio libre, significa entregar al "mercado" el control de un instrumento de política; sin embargo, aunque el mercado es un instrumento insustituible en numerosas decisiones de naturaleza microeconómica, en tareas macroeconómicas, como es la fijación del nivel del tipo de cambio, adolece de profundos defectos que conducen a su rechazo. Por otra parte, las decisiones cambiarias de las autoridades económicas no deben estar determinadas por presiones políticas o situaciones de crisis, ya que esto distorsionaría sus objetivos prioritarios.

Una política cambiaria aceptable en términos macroeconómicos, sería aquella donde la cotización de la moneda nacional tenga en cuenta; por un lado, la evolución de los precios internos, es decir, la inflación nacional y por el otro, las tendencias mostradas por las proyecciones de la balanza de pagos, procurando así evitar que las fluctuaciones de la balanza de pagos fundamentalmente la cuenta corriente, se transmitan hacia la economía nacional.

Un elemento de vital importancia para la estabilidad de los tipos de cambio de países en vías de desarrollo, sobre todo en un mundo como el actual: desregularizado y de gran movilidad de los capitales a través del circuito financiero internacional, es evitar la excesiva dependencia de las economías subdesarrolladas de los capitales de corto plazo, los cuales tienen una marcada esencia especulativa.

La historia económico-financiera reciente de México, demostró la incongruencia de una política de este tipo con la de crear un panorama macroeconómico estable en el largo plazo, ya que la excesiva dependencia del financiamiento externo ante la escasez

del ahorro interno, hacía altamente vulnerable los logros macroeconómicos ante la movilidad de los capitales extranjeros, sobre todo los llamados “capitales golondrinos”.

La sobrevaluación de la paridad cambiaria de las monedas domésticas, ha sido un rasgo distintivo de las economías latino-americanas, por lo que periódicamente se presenta el “fantasma de la devaluación” en esas economías; la realidad empírica muestra que las autoridades económicas, según las prioridades macroeconómicas: control de la inflación o de promoción al sector exportador, han decidido “minidevaluaciones” en busca de “ajustes suaves” o, la conservación a ultranza del tipo de cambio con la esperanza de que lo sostenga una cuenta de capital positiva, lo cual generalmente termina en una profunda y brusca devaluación.

Las devaluaciones de las monedas nacionales, provocan severos impactos en la actividad económica de los países, ya que es un ajuste que afecta por completo a la esfera productiva y financiera, así como a los niveles de ingreso y consumo de la población, en otras palabras, al bienestar económico de la sociedad. Analicemos a continuación algunos de los efectos de una devaluación en proporciones inadecuadas y de una condición permanente de tipo de cambio sobrevaluado, en la actividad macroeconómica de un país, especialmente, sobre los precios, el sector externo, niveles de inversión y sobre la distribución del ingreso.

a) Impacto sobre los precios

Una variación del tipo de cambio en mayor proporción que la variación de los precios internos, contribuye a incrementar la presión sobre los precios domésticos, derivada de los costos de los insumos y equipos importados, así como el servicio de la deuda externa, por otro lado, la disminución del crecimiento de los precios favorece al tipo de cambio, siempre que la menor inflación interna sea igual o menor a la inflación de su principal socio comercial. De

no ser así, y de darse un cambio de la paridad cambiaria menor a la inflación interna, se alterarán más los precios relativos en detrimento de los productos nacionales.

La conservación de un tipo de cambio sobrevaluado o una devaluación de magnitudes menores a la paridad de equilibrio, afectará los precios relativos actuando en detrimento de la producción doméstica de los bienes comerciables, ya que, los bienes nacionales que pueden ser sustituidos con importaciones, resultan afectados con una paridad cambiaria sobrevaluada, pues abarata los precios de los productos importados, mientras que por otro lado, se produce un encarecimiento relativo de los bienes de exportación; esto origina problemas financieros en varios sectores productivos, mermando el crecimiento de su capacidad productiva y debilitando su presencia en la esfera productiva nacional.

Los bienes domésticos que no pueden ser reemplazados por importaciones, los llamados no comerciables, no se ven afectados por dicha paridad cambiaria, pero al verse afectado el ingreso nacional, debido a la disminución del crecimiento de la producción y de las exportaciones, terminará por contraerse también la demanda de dichos bienes.

b) Impacto sobre la inversión

El tipo de cambio sobrevaluado, tiene un efecto positivo sobre los costos de la inversión a través del abaratamiento de los equipos importados y del financiamiento externo (en términos de moneda doméstica), lo cual puede incentivar su crecimiento para modernizar la planta productiva; sin embargo, esto ocurre sólo en aquellas ramas y empresas que enfrentan demanda crecientes y rentables y ven perspectivas de crecimiento futuro, por lo que su crecimiento no se da en forma generalizada.

Al encarar muchas empresas, fuertes procesos de competencia con importaciones en el mercado interno y al acentuarse la caída

de competitividad externa por el tipo de cambio sobrevaluado, todo lo cual, repercute en el comportamiento de sus ventas e ingresos, agudizándose su problemática financiera y empeorando sus expectativas de crecimiento y ganancia, provocando que se restrinja la inversión a pesar del abaratamiento del costo de las maquinarias y equipos importados, ante el fortalecimiento artificial de la moneda nacional frente a la extranjera.

La política cambiaria de sobrevaluación, al originar un crecimiento generalizado de las importaciones, termina resultando en una política contraccionista, ya que se reduce el efecto multiplicador de los gastos de inversión, dado el incremento de las filtraciones de la economía.

El efecto neto de la inversión sobre la actividad económica dependerá de cuál efecto domine, ya que el efecto positivo que la sobrevaluación tiene sobre la inversión, vía disminución de costos, puede ser contrarrestado por la disminución de la inversión derivada de la pérdida de competitividad que dicha paridad ocasiona, lo cual genera problemas financieros a las empresas, tanto por la reducción de sus ventas como por la reducción del margen de ganancias a que obliga el proceso de competencia.

c) Impacto sobre el sector externo

Una política cambiaria sobrevaluada origina pérdidas permanentes sobre la esfera productiva, al disminuir el nivel competitivo de la producción nacional y al ponerla en desventaja frente a las importaciones, lo cual hace que las importaciones desplacen a la producción nacional del mercado interno. Asimismo, el tipo de cambio sobrevaluado, desestimula el crecimiento de las exportaciones de manufacturas, lo que afecta negativamente a la producción nacional.

Esta situación deteriora la balanza comercial, al crecer más rápido las importaciones con respecto a las exportaciones naciona-

les, mientras que por otro lado, la cuenta de capital mejora sustancialmente, ante el incremento de las inversiones extranjeras; aunque con frecuencia, este incremento se da por inversiones de cartera, es decir capitales de corto plazo en busca de ganancias especulativas.

De tal forma, los precios relativos conformados por la política cambiaria inciden sobre la esfera productiva y sobre el sector externo, comprometiendo el crecimiento a largo plazo.

d) Impacto sobre el ingreso nacional

El impacto de la política cambiaria de sobrevaluación sobre el ingreso nacional, tiene un doble efecto, a saber: 1) Al abaratar los precios de los bienes importados, aumenta el poder adquisitivo respecto a los bienes importados, por lo que se traduce en mayor demanda de estos bienes. 2) Al reducir los costos de los insumos importados, y los del servicio de la deuda externa, se ve favorecida la situación financiera de las empresas con altos coeficientes de importación y endeudadas en dólares, así como el sector público dado su alto nivel de endeudamiento externo. Y por otro lado: 1) Las mayores importaciones se traducen en menores ventas internas por parte de las empresas nacionales, decreciendo su producción e ingresos. 2) El valor en moneda nacional de las exportaciones se ve reducido, afectando ello el ingreso de los sectores exportadores.

El efecto positivo del tipo de cambio sobrevaluado sobre el ingreso vía precios, termina generando y ampliando el déficit de cuenta corriente, lo cual en el mediano plazo, se convierte en un elemento destabilizador del tipo de cambio, presionando a su devaluación.

El efecto positivo sobre las finanzas públicas no se traduce en flexibilización de la política de gasto, ya que ello originaría mayores presiones sobre los precios y sobre el sector externo, lo que comprometería más la política cambiaria.

Los asalariados en principio, se benefician porque incrementan su poder adquisitivo frente a los bienes importados, y porque el tipo de cambio sobrevaluado actúa como ancla nominal de la inflación, sin embargo, el empleo disminuye al ser desplazada la producción interna por la importaciones, reduciéndose el ritmo de crecimiento del PIB, por lo que termina por contraerse el ingreso real y la demanda interna de los asalariados.

El estudio de los efectos negativos de una política cambiaria sustentada en un tipo de cambio sobrevalorado, nos permite concluir la imposibilidad de mantener una estrategia de este tipo a largo plazo, dado la tendencia a exacerbar los desequilibrios estructurales de la economía, lo cual ha motivado en más de una ocasión en la historia económica de América Latina, la implementación de severos programas de ajuste.

Al mismo tiempo, las autoridades económicas nacionales, con mucha frecuencia, sobrevaloran el alcance de una devaluación y el ajuste del tipo de cambio, en el contexto de las reformas económicas. Según la teoría ortodoxa de la balanza de pagos, la devaluación del tipo de cambio es el instrumento por excelencia para inducir la reasignación de recursos entre los bienes comerciables y los que no lo son, y de esta manera reducir el déficit externo, sin embargo, esta conclusión teórica puede ser seriamente cuestionada cuando no forma parte de una estrategia de desarrollo económico más amplia y sistémica.

Diversos autores han demostrado los diferentes efectos que puede tener una devaluación, en dependencia del grado de desarrollo de la economía de un país, en la balanza de pagos y la balanza comercial. Los trabajos de Cooper, Connolly y Taylor, entre otros, indican que existen evidencias sobre el mejoramiento de la balanza de pagos (balanza de reservas) después de una devaluación, pero en relación con la balanza comercial los resultados son inciertos.

Las conclusiones de Miles también van en este sentido. "Sin embargo, afirma, la naturaleza del ajuste es esencialmente mone-

taria ya que las pruebas no proveen evidencias acerca del ajuste en el sector real (mejora de la balanza comercial). Como la devaluación no mejora la balanza comercial pero sí la de pagos, entonces, por definición, la cuenta de capital es la que mejora. Esto significa que la devaluación causa un simple exceso de demanda de dinero y un exceso de oferta de bonos sin afectar la reasignación de recursos hacia el sector externo".²⁵

Es importante destacar que una devaluación en busca de la competitividad externa, está fuertemente matizada por presiones inflacionarias hacia el interior de la economía doméstica, las cuales, se hacen mayores en dependencia de la magnitud del componente importado del Producto Interno Bruto, por lo que una política cambiaria de este tipo, debe ser complementada con una política de gasto e ingreso restrictiva de forma tal, que evite que el diferencial de inflación anule los efectos de la devaluación.

La sensibilidad de respuesta de las exportaciones y las importaciones ante la devaluación, está estrechamente vinculada a la condición de Marshall-Lerner.²⁶ Por otra parte, el uso de la política cambiaria se complementa con la reducción de la absorción de la economía nacional, con el objeto de alcanzar la conocida relación de equilibrio de que $(X-M)=(S-I)+(T-G)$, lo cual es posible con una política fiscal y monetaria restrictiva, que lejos de posibilitar el equilibrio sostenido a largo plazo, puede sumergir a la economía en un estancamiento peligroso.

Dado el origen estructural y especulativo del desequilibrio externo, en la mayoría de los casos, su corrección necesariamente requiere de una política integrada y simultánea de ajuste macro-

²⁵ M. Miles, *The Effects of Devaluation on the Trade Balance and the Balance of Payments: Some New Results*, Rutgers University, enero de 1977.

²⁶ Una explicación detallada sobre el tema se puede encontrar en *Economía Internacional* de Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld, capítulo 16, apéndice 16.2.

económico y cambio estructural. Para lograr un crecimiento económico y social equilibrado, se requiere manejar de manera adecuada las políticas tradicionales de precios relativos y tipo de cambio, así como la de administración de la demanda, sin embargo, el empleo de estos mecanismos, es sólo una condición necesaria, pero no suficiente para el ajuste, pues se requiere además una política de fomento directo a la oferta productiva que promueva la industrialización del país y que modifique la debilidad estructural externa de la economía.

Si sólo se ajusta el mercado cambiario y financiero a través de una contracción de la demanda y del ajuste del tipo de cambio, cuando se pretenda recuperar los niveles de crecimiento e inversión históricos, en vez de tener un desarrollo industrial, se tendría que proceder a una reconstrucción industrial, pues muchas empresas habrán desaparecido, y nuevamente aparecería el desequilibrio externo como restricción al desarrollo.

Por otro lado, se hace imprescindible reconocer que el tipo de cambio real, es una señal de mercado fundamental en una economía, sobre todo en aquellas donde el sector externo representa parte importante de la actividad productiva. Aquí será necesario que los ajustes cambiarios se den en la magnitud y permanencia adecuada, para dar prioridad al sector exportador y de sustitución eficiente de importaciones.

Aunque no debe exagerarse la contribución de cualquier régimen de tipo de cambio a la estabilización y al crecimiento, es innegable, que un régimen cambiario creíble, puede devolver la confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros, al reducir las expectativas de una gran devaluación. Un régimen de tipo de cambio que conserve cierto margen para la depreciación real, también podría reducir el costo de los choques negativos y crear un medio ambiente menos riesgoso para el comercio y la inversión.

Partimos de la tesis de que la mejor manera de evitar crisis en la balanza de pagos y por tanto nuevas depresiones en el desarrollo

económico de cualquier país, es hacer que la economía sea menos vulnerable a los choques externos, para lo cual necesita de una verdadera política industrial que le permita una efectiva reconversión industrial, lograr una solución definitiva de la deuda externa, diversificar la base de las exportaciones, generar el suficiente ahorro interno que permita dinamizar las inversiones, etc. Mientras este proceso no se complete, el país seguirá vulnerable a los choques externos y a los costos del ajuste, que ningún régimen de tipo de cambio puede mitigar completamente.

LIMITACIONES DE UNA POLÍTICA ECONÓMICA ACTIVA BAJO DETERMINADO RÉGIMEN CAMBIARIO

Es ampliamente conocido la operatividad de los instrumentos monetarios y fiscales para regular la demanda agregada de una economía y en consecuencia, el crecimiento del Producto Interno Bruto, sin embargo, la efectividad de una política monetaria o fiscal activa puede desvanecerse según el sistema cambiario, bajo el cual opere dicha economía. Utilizaremos las operaciones de mercado abierto, uno de los instrumentos más dinámicos de la política monetaria, para demostrar cómo difieren los resultados dependiendo de si la economía está operando bajo tipo de cambio fijo o flexible y en el caso de controles de capitales.

Cuando el banco central de un país hace una compra de bonos en el mercado abierto, sabemos que el efecto inicial es un incremento de la base monetaria o dinero de alta potencia, donde el incremento de la tenencia de deuda fiscal por el banco central, mide el tamaño de la operación de mercado abierto y el incremento de la base monetaria; lo cual, se expresa en la siguiente ecuación:

$$M(t)-M(t-1)=Dg(t)-Dg(t-1) \quad (15)$$

donde:

$M(t)$ = Base monetaria o dinero de alta potencia.

$Dg(t)$ = Deuda pública.

$t-1$ = Período anterior.

Con el incremento de la oferta monetaria, las familias encuentran que tienen más dinero del que desean mantener a los niveles dados de tasas de interés, precios e ingresos. Los poseedores de dinero intentarán convertir parte de sus saldos de dinero no deseados a otras formas de riquezas, ya sean títulos valores domésticos o extranjeros; sin embargo, la compra de bonos nacionales, sólo transfiere el exceso de dinero del comprador al vendedor del título valor manteniéndose la sobreoferta en la circulación monetaria. Tampoco puede absorberse la oferta de dinero no deseado mediante cambios en la tasas de interés, porque el arbitraje internacional mantiene la igualdad entre i e i^* .²⁷

En consecuencia, el exceso de oferta de dinero lleva, al menos en parte, a un incremento en la demanda por bonos externos, para lo cual, las familias tratan de adquirir moneda extranjera con su tenencia de dinero local, de tal manera que sea posible convertir la moneda extranjera en bonos externos. De este modo, el exceso de oferta de dinero empieza a hacer subir el precio de la divisa o, dicho en otros términos, un " M " más alto conduce a una depreciación incipiente del tipo de cambio.

Analizaremos las limitaciones de una operación de mercado abierto bajo determinados regímenes cambiarios.

²⁷ A muy corto plazo, las tasas de interés locales podrían caer respecto a las tasas externas, pero esto llevaría rápidamente a un desplazamiento en la demanda hacia el activo externo, haciendo bajar el precio del bono interno (y, por tanto, incrementando la tasa de interés interna) hasta que se restablece la igualdad $i=i^*$.

TIPO DE CAMBIO FIJO

Dado que "E" no puede moverse bajo un régimen de tasa fija, el Banco Central debe estar preparado para intervenir en el mercado de divisas evitando que la moneda doméstica se deprecie. La venta por el Banco Central de divisas al público produce una caída de la base monetaria, con lo que se reabsorbe el incremento de la base monetaria causado por la operación original del mercado abierto. Así, si el Banco Central había realizado la compra del mercado abierto con el objetivo de incrementar la oferta monetaria, este objetivo se habrá frustrado.²⁸

Cuando termine la perturbación, el balance del Banco Central mostrará un menor nivel de reservas de divisas, las que han caído exactamente en el mismo monto en que han crecido los bonos internos, en tanto que permanece invariable al valor total de los activos. Por otra parte, la cantidad de dinero se mantiene invariable:

$$M(t) - M(t-1) = [Dg(t) - Dg(t-1)] + E[B^*(t) - B^*(t-1)] = 0 \quad (16)$$

donde:

$B^*(t)$ = Bonos extranjeros.

La relación anterior nos lleva a concluir que, *en un régimen de tipo de cambio fijo, con libre movilidad de capital, el banco central no puede afectar la cantidad de dinero en circulación; sin embargo, la reabsorción del exceso de dinero doméstico a través de las operaciones del Banco Central en el mercado de divisas, no es completa, ya que la movilidad internacional del capital no es perfecta.*

²⁸ La idea de que una expansión monetaria se traduce en una pérdida de reservas en moneda extranjera es un resultado básico del enfoque monetario para la balanza de pagos, lo cual se remonta al trabajo de David Hume.

El coeficiente de compensación (CC) de una operación de mercado abierto, se define como la razón de la pérdida de reservas externas al incremento de la tenencia de bonos del Banco Central. Técnicamente, el coeficiente de compensación se define como:

$$CC = - \frac{E[B^* - B^*(-1)]}{[Dg - Dg(-1)]}$$

Hay interesantes trabajos empíricos sobre este tema, donde destaca los estudios de Kouri y Michael Porter,²⁹ quienes determinaron la magnitud del coeficiente de compensación para Alemania, Australia, Holanda e Italia, los cuales, fluctuaban entre -0.8 para Alemania y -0.43 para Italia. En otras palabras, una política monetaria expansiva provoca una pérdida de reservas compensatoria que va desde 80% de la expansión inicial en Alemania hasta 43% en Italia.

TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE

El exceso de oferta monetaria después de una operación de mercado abierto, se traduce como hemos visto, en un incremento de la demanda por moneda extranjera. El tipo de cambio comienza a depreciarse, pero el Banco Central, bajo un régimen de tipo de cambio flexible, no interviene.

A medida que el tipo de cambio continúa depreciándose, los precios internos suben en igual proporción, de acuerdo a la paridad del poder de compra; es decir, la depreciación hace subir el precio en moneda local de los bienes externos, lo que también hace subir los precios internos de los bienes de producción local.

²⁹ Ver: "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", Journal of Political Economy, mayo/junio de 1974.

El alza de los precios actúa para corregir el exceso de oferta monetaria al reducir la cantidad real de dinero, mientras que M/P se mantenga a un nivel más alto después de una compra de mercado abierto, el mercado monetario seguirá con un exceso de oferta y esto hará subir el tipo de cambio y los precios. De este modo, el exceso de oferta monetaria se elimina por un alza de los precios internos y los saldos reales de dinero retroceden a sus niveles anteriores a la operación del mercado abierto. El alcance de este mecanismo de retorno al equilibrio, depende en gran medida del nivel de apertura de la economía doméstica; así como, de la elasticidad de las importaciones y exportaciones ante la devaluación de la moneda doméstica.

CONTROLES DE CAPITAL

En los casos anteriores, hemos basado nuestro análisis en el supuesto de libre movilidad de capitales; sin embargo, con frecuencia el movimiento internacional de capitales está sujeto a restricciones impuestas por los bancos centrales, el riesgo-país o la información imperfecta en los mercados financieros.

Los controles de capital rompen la condición del arbitraje de interés, por lo que la tasa de interés doméstica se divorcia de la tasa de interés internacional, dada la imposibilidad de los poseedores de activos de efectuar operaciones de arbitraje cuando hay una brecha entre iei^* .

Tipo de cambio fijo sin movilidad de capitales

El exceso de oferta de dinero que resulta de la operación de mercado abierto lleva a un exceso de demanda sobre bonos internos, ante la imposibilidad de adquirir activos externos; lo cual, provoca el crecimiento del precio de los bonos internos y en conse-

cuencia la caída de la tasa de interés interna, hasta que se restablezca el equilibrio en el mercado monetario.

Una tasa de interés más baja reduce el ahorro e incrementa la inversión, con lo que la cuenta corriente se hace deficitaria, produciéndose repercusiones monetarias; es decir, el incremento de las importaciones de bienes y servicios disminuyen las reservas internacionales del Banco Central y, en consecuencia, la base monetaria.

Con el tiempo, la oferta monetaria cae como resultado del déficit de cuenta corriente, por lo que la tasa de interés sube nuevamente a su nivel anterior a la operación del mercado abierto. En definitiva, el Banco Central pierde reservas de divisas por un monto igual a la operación inicial de compra de deuda pública.

Si comparamos este proceso con el de tipo de cambio fijo con libre movilidad de capitales, el resultado final es el mismo; es decir, el incremento de la oferta monetaria se elimina y el Banco Central pierde reservas por un monto igual a la operación de mercado abierto, pero la secuencia y los canales mediante los cuales se alcanzan este efecto son muy diferentes.

Tipo de cambio flexible sin movilidad de capitales

En este caso el proceso de ajuste es similar al anterior, el exceso de oferta monetaria después de la operación de mercado abierto tiende a hacer bajar las tasas de interés, lo cual presiona la cuenta corriente; sin embargo, bajo un régimen de tipo de cambio flexible el Banco Central no interviene en el mercado de divisas, alcanzándose el equilibrio externo e interno por medio de la depreciación de la moneda doméstica; la cual, modifica los precios relativos de los bienes comercializables, manteniéndose el equilibrio de la cuenta corriente.

La cuenta corriente se mantiene en equilibrio después de una operación de mercado abierto debido a que la depreciación lleva a un incremento en el nivel de precio; por lo que el saldo real de

dinero (M/P) queda invariable. El resultado para el tipo de cambio flexible es el mismo con y sin movilidad de capital: el tipo de cambio se deprecia lo suficiente para que los precios suban en la misma proporción que el incremento del stock de dinero nominal, por lo que M/P retorna a su nivel inicial, mientras que la tasa de interés y la cuenta corriente no experimentan cambios como consecuencia de la operación de mercado interno.

ALTERNATIVAS DE RÉGIMENES CAMBIARIOS EN MÉXICO

Aunque no debe exagerarse la contribución de cualquier régimen de tipo de cambio a la estabilización y al crecimiento, es innegable que un cambio creíble en el régimen cambiario podría devolver la confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros, al reducir las expectativas de otra gran devaluación. Un régimen nuevo que también conservara cierto margen para la depreciación real, podría reducir el costo de los choques negativos y crear un medio ambiente menos riesgoso para el comercio y la inversión.

Aunque partimos de la tesis de que la mejor manera de evitar una crisis en la balanza de pagos y por tanto nuevas depresiones en el desarrollo económico de México, es hacer que la economía sea menos vulnerable a los choques externos, para lo cual se necesita de una verdadera política industrial que le permita una efectiva reconversión industrial; lograr una solución definitiva de la deuda externa; diversificar la base de las exportaciones; generar el suficiente ahorro interno que permita dinamizar las inversiones; etc., y que mientras este proceso no se complete, el país seguirá vulnerable a los choques externos y a los costos del ajuste que ningún régimen de tipo de cambio puede mitigar completamente.

No es ocioso analizar el espectro de variantes de régimen cambiario que puede adoptar México en el mediano plazo, entre los cuales se encuentran: regresar a un tipo de cambio fijo (nominal)

entre el peso y el dólar, zona meta para el peso, un sistema de tipo de cambio dual, un sistema de tipo de cambio indexado a la inflación, un sistema de bandas con deslizamiento, un consejo monetario, o mantener la libre fluctuación del peso frente al dólar.

Intentaremos analizar la factibilidad de implementar algunos de estos regímenes cambiarios en las actuales condiciones de la economía mexicana, así como sus ventajas y desventajas para ayudar a atenuar los efectos de la crisis.

TIPO DE CAMBIO FIJO

Un tipo de cambio fijo entre el peso y el dólar tiene el atractivo de una época más próspera, caracterizada por ritmos de crecimiento altos y niveles de precios relativamente controlados. Si se asumiera la experiencia del pasado y se lograra una aceptable disciplina en la política fiscal y monetaria, se podría aprovechar la certidumbre que aporta un tipo de cambio fijo, máxime en los actuales momentos de pérdida de confianza y credibilidad de la economía nacional.

Sin embargo, varios factores hacen poco factible este régimen, al menos en el corto plazo. De ellos el principal es la alta tasa de inflación y sobre todo la incertidumbre sobre el nivel real que va a alcanzar, lo cual es un indicador importante para fijar la paridad de cambio. En dependencia del nivel de inflación esperada y el porcentaje de devaluación deseado, se pueden determinar distintos tipos de cambios, pero la volatilidad de los precios puede distorsionar con relativa rapidez la paridad fijada.

Por otro lado, un tipo de cambio fijo exige de una rígida disciplina de política monetaria, por lo que se pierde la autonomía en el manejo de la política económica del país, de igual forma, la escasez de reservas internacionales imposibilita al Banco Central defender el tipo de cambio fijo, frente a los embates de la especulación financiera o a la fuga de capitales.

Un régimen cambiario fijo realiza el ajuste de los desequilibrios externos a través del mecanismo de cambio de los precios internos, dado el ajuste de la oferta de dinero, lo cual se traduce en una contracción fuerte de la demanda agregada y del ingreso, con el consecuente impacto en la población, es evidente que la sociedad mexicana no está en disposición de tales sacrificios.

Un compromiso de tipo de cambio fijo no es creíble en tanto México sea vulnerable a los choques en el precio del petróleo, a resultados desfavorables en las elecciones, acontecimientos políticos, etc. Los inversionistas evitarán la perspectiva de devaluaciones fuertes e infrecuentes al limitar las posiciones de sus activos en peso. Asimismo, limitar la flexibilidad descendente del peso (una depreciación real bajo tipos fijos requiere un período sostenido de inflación a la tasa que prima en los Estados Unidos) desplaza la carga del ajuste externo a otros precios relativos o a instrumentos de política, con efectos secundarios potencialmente costosos.

ZONA META PARA EL PESO

A criterio de varios especialistas la adopción de un sistema de bandas horizontal, como el de Europa, tendría mejores resultados para México. La idea es fijar el peso entre seis y siete unidades por dólar, mientras que el movimiento de la moneda dentro de la banda obedece a la oferta y la demanda, por otro lado, el cambio en la banda se anuncia públicamente si es necesario ajustar las cuentas externas.

Esta estrategia cambiaria podría ser más exitosa y confiable si estuviera diseñada en el marco de la integración entre EU, Canadá y México, como lo señalada McLeod y John H. Welch, "Si se hiciera esto como parte de un acuerdo monetario de América del Norte más amplio, que supusiera arreglos de intercambio y una franja negociada, su sólo anuncio produciría el efecto de "fortalecer la

credibilidad" asociado con un régimen de tipo de cambio fijo. Lo que tal vez sea más importante, los movimientos rutinarios de ascenso y descenso del peso dentro de la franja "desensibilizarían" gradualmente los precios nacionales respecto de los tipos de cambio".³⁰

Un régimen de zona meta posibilitaría un tipo de cambio más flexible entre el peso y el dólar, ya que la franja se podría ampliar en la medida que se recuperara la confianza en el peso, dando lugar al fortalecimiento del mercado privado de la moneda nacional. Este sistema cambiario partiría de un tipo de cambio prácticamente fijo, pero México podría utilizar la zona meta para moverse de una forma ordenada a un arreglo más flexible, similar al que ya existe entre Estados Unidos y Canadá.

La única limitante visible a una decisión de este tipo estaría vinculada a la subordinación de la política económica de México a los intereses cooperativos, lo cual, teniendo en cuenta los diferentes niveles de desarrollo y fortaleza económica de los países participantes, es obvio que para la economía más débil no queda mucha capacidad de maniobra, siendo esto un obstáculo serio a superar, además un acuerdo de este tipo necesita tiempo para ser negociado detalladamente y evitar de esta forma errores significativos, como los cometidos en la negociación del TLC.

SISTEMA DE TIPO DE CAMBIO DUAL Y MÚLTIPLE

Este régimen puede coexistir con los sistemas de tipo de cambio fijo, flotación manejada o deslizamiento controlado, el cual consiste en la imposición de controles que dividen artificialmente el mercado de cambio, provocando que algunas transacciones internacionales se realicen a un tipo de cambio, y otras a tipos de cambio

³⁰ Darryl McLeod y John H. Welch, "El libre comercio y el peso". *Economía Mexicana*, vol. 1 México, enero-junio de 1992, núm. 1.

diferentes. El tipo de cambio más elevado normalmente se aplica a las transacciones difíciles de documentar y verificar, como las derivadas del turismo, flujos de capital, transacciones fronterizas, etc.; mientras que el tipo de cambio más bajo se aplica a las transacciones que se desea fomentar, como son las exportaciones.

La alternativa de un peso bajo el sistema dual no es muy prometedora, en primer lugar porque es una forma de control cambiario, que indiscutiblemente se contrapone a los lineamientos neoliberales de liberalización de los mercados y podría tener un impacto negativo sobre las decisiones de inversionistas nacionales y extranjeros, en segundo lugar, la experiencia mexicana con un tipo de cambio dual o múltiple fue desalentadora, pues no pudo reducir la inflación ni la fuga de capitales a niveles aceptables.

CONSEJO MONETARIO

El Consejo Monetario es una versión moderna del patrón oro, donde el papel del oro es asumido por el dólar, es decir, la cantidad de dinero nacional que se encuentra en circulación está estrechamente vinculada a las reservas en dólares del país por un tipo de cambio fijo. La oferta monetaria se va ajustando en la medida que varíen las reservas internacionales.

Esta propuesta continúa como parte del debate de la política cambiaria, pues el sistema favorece el equilibrio de las cuentas externas y la estabilidad del valor del peso, ya que está respaldado por cada dólar que entra al país, sin embargo, este sistema significa una pérdida de la autonomía monetaria del país.

La limitante de la pérdida de autonomía de la política monetaria, es un criterio de gran importancia para la toma de decisiones sobre la implementación de un consejo monetario, no obstante, hay una limitante mayor de orden práctico, que a nuestro juicio, imposibilita, al menos en el corto plazo, la asimilación de un régimen

cambiario de este tipo, y es la escasez de las reservas internacionales del país, lo cual obligaría a reducir sustancialmente la base monetaria, con el consecuente efecto contraccionista en la economía, o por el contrario establecer un tipo de cambio del peso muy devaluado, lo que profundizaría la actual crisis por su impacto inflacionario.

SISTEMA CAMBIARIO DESLIZANTE Y TIPO DE CAMBIO LIBRE

La implementación de un sistema de bandas con deslizamiento diario, es a nuestro juicio la de mayor posibilidad de ser aceptada, ya que es el régimen cambiario cuyo funcionamiento mejor se conoce, después de varios años de aplicación, y que puede garantizar cierta competitividad del sector externo sin abandonar el objetivo de control de la inflación. El sistema tendrá un deslizamiento mayor al de 0.0004 centavos para evitar la apreciación de la moneda como ocurrió en 1994.

No obstante, este sistema cambiario no se podrá poner en marcha hasta que se logre una completa estabilización del peso en el mercado cambiario y adecuadas reservas internacionales que respalden el valor de la moneda doméstica, mientras no ocurra esto el peso mantendrá su libre flotación y el Banco Central no participará activamente en el mercado de cambio.

El director de América Latina de la firma Nomura, estableció que el gobierno mexicano no podrá implementar ningún tipo de política cambiaria que no sea la de libre flotación del peso en los mercados, hasta que no cuente con un nivel de reservas de 30 mil millones de dólares.³¹ El nivel de reservas más elevado del país fue de 29 mil millones de dólares en febrero de 1994, según datos del Banco de México.

³¹ El Financiero. 25 de mayo de 1995.

CONCLUSIONES

Los rasgos más distintivos de la política cambiaria implementada en México nos permite formular las siguientes conclusiones:

- El régimen de tipo de cambio con deslizamiento diario, a pesar de ser efectivo para mantener la estabilidad de la moneda doméstica, puede provocar la paulatina apreciación del tipo de cambio si la magnitud del deslizamiento no es determinada con realismo e inclusive si no es ajustada periódicamente, lo cual puede desembocar en una brusca devaluación, con los ya conocidos efectos sobre la economía nacional.

- La disminución del crecimiento de los precios favorece al tipo de cambio, siempre que la menor inflación interna sea igual o menor a la inflación de su principal socio comercial. De no darse así, y de darse un deslizamiento cambiario menor a la inflación interna, se alterarán más los precios relativos en detrimento de los productos nacionales. Esto origina problemas financieros en varios sectores productivos, mermando el crecimiento de su capacidad productiva y debilitando su presencia en la esfera productiva nacional.

- El impacto de la política cambiaria sobre la inversión dependerá de qué efecto domine, ya que el efecto positivo que la sobrevaloración tiene sobre la inversión vía disminución de costos, puede ser contrarrestado por la disminución de la inversión derivada de la pérdida de competitividad que dicha paridad ocasiona a la planta productiva nacional.

- La política cambiaria sobrevaluada, al originar un gran crecimiento generalizado de las importaciones, termina resultando en una política contraccionista, ya que se reduce más el efecto del multiplicador interno de la inversión, dado el incremento de las filtraciones de la economía.

- El efecto positivo del tipo de cambio sobrevaluado sobre el ingreso vía precios, termina generando y ampliando el déficit de

cuenta corriente, y en el mediano y largo plazo, dicho efecto de ingreso es contrarrestado por el efecto negativo que tiene la política de tipo de cambio sobrevaluado en la producción.

– Los efectos negativos de un tipo de cambio sobrevalorado muestran la imposibilidad de mantener una estrategia de este tipo a largo plazo, dado la tendencia a exacerbar los desequilibrios estructurales de la economía, lo cual ha motivado en más de una ocasión en la historia económica de México, la implementación de severos programas de ajustes.

– La actual política cambiaria ha pasado de ancla nominal de la inflación, a la opción, al menos temporal, del sostenimiento de la competitividad externa de los productos mexicanos, aunque en la actualidad se manifiesta una tendencia a la sobrevaluación relativa del peso; lo cual, precionará la balanza comercial.

– Una política cambiaria devaluatoria debe ser complementada con una política de gasto e ingreso restrictiva, de forma tal que evite que el diferencial de inflación anule los efectos de la devaluación.

– Dado el origen macroeconómico, estructural y especulativo del desequilibrio externo, su corrección necesariamente requiere de una política integrada y simultánea de ajuste macroeconómico y cambio estructural.

– Un cambio creíble en el régimen cambiario podría devolver la confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros, al reducir las expectativas de otra gran devaluación.

– Una correcta política cambiaria no es una condición suficiente para un crecimiento sostenido, se necesita de una verdadera política industrial que permita una efectiva reconversión industrial; lograr una solución definitiva de la deuda externa; diversificar la base de las exportaciones; generar el suficiente ahorro interno que posibilite dinamizar las inversiones, entre otras.

– Un tipo de cambio fijo exige de una rígida disciplina de política monetaria, por lo que se pierde la autonomía en el uso de la política económica del país, de igual forma, la escasez de reservas interna-

cionales imposibilita al Banco Central defender el tipo de cambio fijo, frente a los embates de la especulación financiera o a la fuga de capitales.

– Un compromiso de tipo de cambio fijo no es creíble en tanto México sea vulnerable a los choques en el precio del petróleo, a resultados desfavorables en las elecciones, acontecimientos políticos, etc.

– La implementación de una zona meta en México podría darle estabilidad cambiaria a la moneda doméstica, sin embargo, puede significar al mismo tiempo una pérdida de la autonomía de la política monetaria del país.

– La escasez de las reservas internacionales del país, obligaría, bajo el funcionamiento de un consejo monetario, a reducir sustancialmente la base monetaria, con el consecuente efecto contraccionista en la economía, o por el contrario establecer un tipo de cambio del peso muy devaluado, lo que profundizaría la actual crisis por su impacto inflacionario.

– El régimen cambiario más propicio en México es el de deslizamiento diario, sin embargo, este no se podrá poner en marcha hasta que se logre una completa estabilización del peso en el mercado cambiario y adecuadas reservas internacionales que respalden el valor de la moneda doméstica, mientras no ocurra esto, el peso mantendrá su libre flotación y el Banco Central no participará activamente en el mercado de cambio.

BIBLIOGRAFÍA

Alatorre, M. R. *“La Balanza Comercial Mexicana: Componentes y determinantes”*. Economía 9. Teoría y Práctica, UAM, 1987.

Blomfiel, A. I., *“Tipos de cambios fluctuantes”*. Comercio Internacional, Balanza de Pagos y Sistemas Cambiarios; vol. II, CEMLA, 1985.

Diez de Castro, L., Mascareñas J., *Ingeniería Financiera*. Primera edición, Mc Graw Hill, 1991.

Fadl Kuri, S., Puchot, S., "Consideraciones sobre la calidad de los indicadores del tipo de cambio real en México". *Comercio Exterior*; vol. 44, número 12, México, diciembre de 1994.

Huerta González, A., *Riesgos del Modelo Neoliberal Mexicano*. DIANA, 1992.

Ibarra, D., "Algunas experiencias devaluatorias". *Comercio Exterior*, vol. 45, número 3, México, marzo de 1995.

Krugman, R P., Obstfeld, M., *Economía Internacional*. Segunda edición, Mc Graw Hill, 1994.

Martín Marmolejo, G., *Inversiones*. IMEF 1991.

Mansell Carstens, C., *Las nuevas finanzas en México*. IMEF 1992.

Mc Leo, D; Welch, J., El libre comercio y el peso. *Economía Mexicana*, vol. 1, enero-junio 1992. Nueva Época.

Lessard D., Willianson, J., *Fuga de Capitales y Deuda del Tercer Mundo*. Trillas 1990.

Riehl, H., Rodríguez, R. M., *Mercados de divisas y Mercados de dinero*. Mc Graw Hill, 1990.

Tugores, J., *Economía Internacional e Integración Económica*. Mc Graw Hill, 1994.

Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital

Carlos A. Roza^{*}

INTRODUCCIÓN

LOS ACUERDOS sobre tipos de cambio fijos establecidos en Bretton Woods tuvieron que ser descartados en 1971, en buena medida por su incongruencia con el creciente dinamismo de los flujos de capital, como también, por su incompatibilidad con el requerimiento de una mayor autonomía en el diseño y ejecución de las políticas económicas que se consideraban necesarias para estabilizar las economías nacionales en aquel momento. El crecimiento de los flujos de capital dificultó la tarea de compatibilizar los tipos de cambio fijos con las necesidades de política monetaria de mediano plazo, con los menores tiempos de ajuste permisibles ante grandes choques monetarios y las mayores presiones para que se diera una convergencia de las economías nacionales. Bajo el régimen de paridades fijas, la política monetaria debía apoyar a la política cambiaria ya que las tasas fijas pero ajustables, fueron diseñadas para perseguir políticas nacionales necesarias para sustentar el régimen cambiario. La paradoja actual es que después de 25 años de haber eliminado el régimen cambiario fijo el mundo se encuen-

^{*} Profesor del Departamento de producción Económica de la UAM-X.

tra en una encrucijada semejante a la de entonces: los efectos que producen los flujos de capital se han magnificado por la mayor volatilidad cambiaria y la autonomía en la política monetaria no parece del todo evidente, por lo cual se torna menos adecuada para contribuir a su estabilidad.¹

En las condiciones de gigantescos flujos de capitales, el mercado cambiario llega a ser un escollo para las políticas de estabilidad, lo cual ocurre sin consideración de que el tipo de cambio sea fijo o flexible. En este trabajo consideramos que la razón central tiene que ver con la dicotomía que en las últimas dos décadas se ha dado en la estructura financiera entre intermediarios financieros y mercados de capitales, lo que aquí llamamos la dicotomía financiera. En estas condiciones las políticas de endeudamiento de las empresas y las de crédito de las instituciones financieras adquieren una importancia fundamental para el éxito de la política monetaria. Esto significa que la composición estructural del capital de las empresas si tiene importancia, negando así la validez de los postulados de Modigliani-Miller de 1958.

El punto de partida es la idea de que la política monetaria afecta en forma diferente la tasa de interés de los mercados que la de los intermediarios financieros, con lo cual se afecta la tasa de rentabilidad de los activos financieros y se incide directamente en el tipo de cambio o en las expectativas sobre el tipo de cambio. Así, la tasa de rentabilidad de los activos financieros se altera con efectos significativos sobre los movimientos de capital. Las corrientes de capital causan cambios significativos en los portafolios dependiendo de como los agentes económicos perciben la política monetaria

¹ Es conveniente recordar que los defensores de las tasas de cambio flexibles postularon la autonomía de la política monetaria como uno de los principales beneficios de los tipos de cambio flexibles. M. Friedman, "The case for flexible exchange rates" en R.E. Caves y H. G. Johnson, *Readings in international economics*, Richard D. Irwin, INC., 1968, pp. 413-137.

lo cual, consecuentemente, altera la eficiencia de la política. Como apunta Brittan, la globalización "trabaja inhibiendo la política monetaria".²

La teorización sobre el funcionamiento de las instituciones financieras en condiciones de mercados imperfectos y sobre el canal crediticio de la política monetaria, que se presenta en este trabajo, intenta explicar como es que se han dado estas incongruencias. Me parece significativo que en la conclusión de su trabajo para los Ensayos Conmemorativos de Cincuenta Años de Banca Central, Barro y Fischer dejan claramente establecido que los adelantos en teoría financiera y en aspectos de intermediación financiera no habían sido aún suficientemente analizados e incorporados al estudio de la moneda y de la teoría monetaria.³ Esta es la labor realizada en los últimos 15 años, especialmente desde la perspectiva de los nuevos keynesianos, que servirá de base al análisis de este ensayo. Se examinará inicialmente el paradójico resultado entre estabilidad de precios y la volatilidad cambiaria. Posteriormente se consideran los efectos estructurales de la globalización financiera para finalmente exponer las implicaciones de estas transformaciones sobre las políticas monetaria y cambiaria, a partir de las modificaciones ocurridas en los canales de transmisión y de aceptar la existencia de mercados no perfectos a consecuencia de la presencia de información asimétrica.

² Samuel Brittan "The 'policy is dead' theory arrives", *Financial Times*, 6 June 1994, p. 22.

³ Robert J. Barro y Stanley Fisher, "Adelantos recientes en la teoría monetaria" en Ernesto Fernandez Hurtado comp., *Cincuenta años de Banca Central, ensayos conmemorativos*, Fondo de Cultura Económica, 1976 (*El Trimestre Económico*, Lecturas núm. 17).

EL NIVEL INFLACIONARIO Y LOS TIPOS DE CAMBIO

El éxito de la política monetaria de los países industriales en los últimos años, tiene que aceptarse como total si se mide por su capacidad para controlar la inflación.⁴ Hay que aceptar que los bancos centrales de los países industriales han sido exitosos en su tarea antiinflacionaria, aunque hay que reconocer que algunos de ellos lo han sido más que otros. El nivel de inflación nacional ha sido marcadamente reducido en estos países al igual que lo han sido los diferenciales inflacionarios entre países. En 1994, los siete países más industrializados tuvieron una inflación del 2.3 por ciento, la más baja en 30 años. En la tabla 1, como en la gráfica 1, se aprecia esta tendencia experimentada desde inicios de la década de los setenta. La misma tendencia se puede observar sin diferencia del indicador que para ello se utilice, ya sea el deflactor del PNB o el IPC. Este control del crecimiento de los precios en los países industrializados ha, incluso, llevado a que se hable de la desaparición de la inflación.⁵

Este éxito antiinflacionario debería igualmente contribuir a una mayor estabilidad de las paridades cambiarias, dado que los diferenciales inflacionarios han sido aceptados como el factor central de las tensiones en la paridad nominal entre dos países. La teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) postula que un país con alta inflación verá su moneda depreciarse (e) en relación a la de sus socios comerciales en una cantidad similar a la del diferencial entre la inflación interna y la externa; es decir:

⁴ B. Berbanke y F. Mishkin, "Central bank behavior and the strategy of monetary policy: Observations from six industrialized countries", NBER, Working Paper 4082, may 1992.

⁵ Roger Bootle, *The death of inflation: Surviving and thriving in the zero era*, Nicholas Brealey Publishing, 1995.

$$\Delta e = \Pi - \Pi^*$$

En consecuencia, el éxito del control inflacionario debería inducir a una mayor estabilidad de los tipos de cambio, dado que si las diferencias inflacionarias entre países se reducen significativamente, entonces, igualmente se elimina una de las principales fuentes de presión para movimientos en las paridades nacionales. Esto significa que una política monetaria exitosa en el control inflacionario debe, también, ser exitosa en proporcionar estabilidad cambiaria. Esta relación entre los precios de distintos países establece una relación directa entre la política monetaria y la política cambiaria.

En los hechos esta parte del planteamiento no es confirmado por la experiencia. La estabilidad de precios se ha logrado pero no ocurre lo mismo con la estabilidad cambiaria. Los tipos de cambio

Gráfica 1
Inflación: 7 principales países industriales

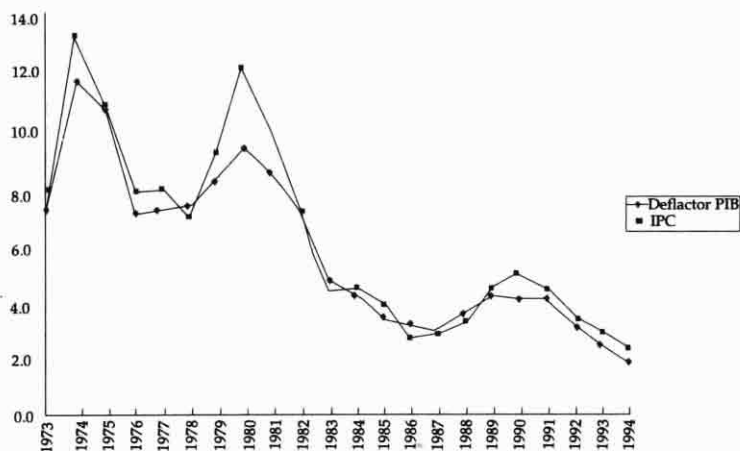


Tabla 1
Tasas de Inflación

	<i>Países industriales (7)</i>		<i>EUA/IPC</i>	<i>UE*/IPC</i>	<i>Japón/IPC</i>
<i>Años</i>	<i>Deflactor PIB</i>	<i>IPC</i>			
1973	7.2	7.6	6.2	9.2	11.8
1974	11.6	13.2	11.0	15.0	24.4
1975	10.7	10.8	9.1	13.9	11.8
1976	7.0	7.8	5.7	11.7	9.3
1977	7.2	7.9	6.5	11.8	8.0
1978	7.3	6.9	7.6	9.2	3.8
1979	8.2	9.2	11.3	10.7	3.6
1980	9.3	12.1	13.5	13.4	8.0
1981	8.5	9.9	10.4	12.0	5.0
1982	7.0	6.9	6.1	10.7	2.7
1983	4.7	4.4	3.2	8.5	1.9
1984	4.1	4.4	4.4	7.2	2.3
1985	3.3	3.8	3.5	5.8	2.1
1986	3.0	2.6	2.0	3.8	0.6
1987	2.9	2.8	3.7	3.6	0.1
1988	3.4	3.2	4.1	3.8	0.7
1989	4.1	4.3	4.8	5.0	2.3
1990	4.0	4.8	5.4	4.5	2.8
1991	4.0	4.3	4.2	5.4	3.3
1992	3.0	3.2	3.0	4.4	1.7
1993	2.3	2.8	3.0	3.7	1.3
1994	1.7	2.2	2.6	3.4	0.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional, perspectivas de la economía mundial, varios números

**Eurostat, European Economy, varios números.*

no han experimentado la misma suerte de tender hacia una mayor estabilidad o hacia una desaparición de su volatilidad. De hecho, las tasas de cambio flexibles han mostrado una volatilidad no imaginada por sus defensores en la década de los sesenta.⁶ Se tiene, entonces, que los diferenciales inflacionarios entre países han sido reducidos, pero la tensión en el mercado cambiario no ha desaparecido.

La volatilidad cambiaria ha sido mayor en el régimen flexible que la experimentada en el régimen cambiario de tasas fijas y ajustables que rigió al sistema monetario internacional hasta 1971. Cálculos de la OECD, que se recogen en la tabla 2, permiten apreciar el incremento en volatilidad que ocurrió entre 1960 y 1994. Estos datos apuntan a un crecimiento de 400 por ciento entre el primer periodo y el último, aunque es justo apuntar que la mayor parte de tal crecimiento se dio entre 1960 y 1979.

En estas condiciones la política monetaria nacional parece tener menor alcance sobre la estabilidad del tipo de cambio, que sobre la estabilidad de precios. Ello ocurre por que el precio de las divisas tiene menos que ver con el intercambio comercial y más con los flujos de capital, lo cual significa que tiene que ver menos con los factores fundamentales de la economía y más con la especulación. El corazón de esta materia se encuentra en el hecho que los mercados de cambio han llegado a ser un fin en sí mismos, como Ohmae asegura: "este mercado obedece reglas propias y despliega sus formas propias y distintas de comportamiento".⁷

⁶ C. Osler, "Policy stabilization and exchange rate stability" en Research Paper 9402, FRBNY, January 1994; Catherine Bonser-Neal, "Does central bank intervention stabilize foreign exchange rates" en Economic review, First Quarter 1996, pp. 43-57; Charle Engel y Hakkio Craig, "Exchange rate regimes and volatility", economic review, FED Kansas City, Third Quarter 1993, pp. 43-58.

⁷ Keniche Ohmae The borderless world, New York, Harper Business, 1990, p. 157.

Tabla 2
Volatilidad de los tipos de cambio

Desviación estandar de cambios porcentuales promedio		
1960-69	0.4	
1970-79	1.3	
1980-85	1.7	
1986-89	1.7	
1990-94	1.6	

Fuente: OECD (Citado en *The Economist*, febrero 3, 1996, p. 61)

Algo parecido ocurre en los canales de transmisión de la política monetaria que hace que ésta no cumpla con parte del cometido al contribuir al control inflacionario, pero no a la estabilidad cambiaria. Por lo tanto, se hace necesario examinar cuáles son las nuevas conexiones entre la política monetaria y los tipos de cambio. Ello tiene que ver con los posibles efectos distorsionantes que la integración de los mercados financieros tiene sobre la libertad de maniobra de las autoridades monetarias.

TRANSFORMACIONES GLOBALES Y ORIENTACIONES NACIONALES

Los flujos internacionales de capital en las últimas décadas han experimentado un crecimiento sin precedente. Éste es un hecho sobre el que pueden existir pocas dudas, aunque la magnitud exacta de las corrientes deja lugar a mayores interrogantes. El

monto de las corrientes de capital entre los países industriales ha crecido constantemente desde finales de la década de los años sesenta, pero fue en la década de los ochenta que alcanzó magnitudes extraordinarias. Como se aprecia en la tabla 3, cuya fuente es el BIS, tanto las salidas como las entradas de estos flujos han crecido desde los 150 mil millones de dólares (MMD) anual es promedio en la segunda mitad de los años setenta a casi 700 MMD anuales entre 1986 y 1990, hasta aproximarse a los 1,000 MMD en 1993.

Por su parte, fuentes del FMI postulan que las corrientes entre estos países "crecieron de 800 MMD en 1986 a 1.3 billones de dólares (BD) en 1991, mientras que la propiedad transnacional de títulos y valores comerciales se estima en alrededor de 2.5 billones de dólares".⁸

Estas corrientes de capital constituyen una de las fuerzas de transformación estructural más importantes en la economía internacional de la posguerra. Ellas han modificado las características que identifican al sistema monetario internacional, dándole el impulso hacia un sistema global al fomentar una creciente integración de los mercados monetarios y financieros nacionales en un mercado internacional cuyas características más importantes son: 1) un rango más amplio de convertibilidad monetaria; 2) un sistema cambiario más flexible; 3) una mayor diversificación monetaria; 4) un crecimiento geométrico en el tipo de instrumentos financieros; 5) un mayor peso de los inversionistas institucionales y 6) una tendencia hacia la banca de tipo universal.

La tendencia general en esta evolución del sistema, ha llevado a una estructura en que la actividad de los mercados financieros se impone sobre la actividad de los intermediarios financieros, lo cual favorece la operación internacional a costa de la nacional, a que los

⁸ M. Goldstein, D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez y M. Spencer, *International Capital Markets, Part 1. Exchange rate management and international capital flows*, IMF, *Washington, April 1993*, p. 2.

Tabla 3
Flujos de capital: principales países industriales (1)

Miles de millones de dólares, promedios anuales							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994
Salidas (2)	153.7	231.1	678.9	510.8	543.6	975.7	725.8
Como porcentaje de PNB	3.0	2.9	5.4	3.3	3.2	5.3	3.6
Estados Unidos	43.3	44.1	77.4	96.9	82.5	125.4	164.3
Japón (3)	15.4	53.5	242.2	117.2	25.4	65.0	162.0
Europa Occidental (4)	95.0	133.5	359.2	296.7	435.7	783.3	399.5
Entradas	168.2	270.7	745.6	510.4	557.6	941.8	635.7
Como porcentaje de PNB	3.3	3.4	5.9	3.3	3.3	5.1	3.3
Estados Unidos	33.6	100.0	177.7	82.1	108.2	160.7	278.2
Japón	15.2	30.3	178.3	27.2	-93.5	-43.0	30.8
Europa Occidental (4)	119.4	140.4	389.6	401.1	542.9	824.1	326.6

Notas. (1): Excluye movimientos monetarios oficiales, (2): Incluye errores y omisiones, (3): Incluye capital neto de corto plazo del sector no bancario, (4): incluye flujos intra-regionales.

Fuente: BIS, 65th Annual Report, extraído de Table VI. 3, p. 129.

no-bancos ganen a expensas de los bancos, a que la actividad al mayoreo desplace a la del menudeo y a que la emisión de instrumentos derivados se halla impuesto sobre la emisión de instrumentos básicos.

La actividad financiera se ha reconstituido así sobre dos grandes líneas: una, la de los intermediarios financieros tradicionales y la otra, la de los mercados de valores y títulos financieros, pero ésta no es una segmentación simétrica en la que las dos líneas hacen iguales aportaciones. La aparición de los mercados financieros es un hecho de arraigo paulatino que se manifiesta en la preponderancia de la bursatilización. Esto no significa que los bancos han perdido su lugar y tiendan a desaparecer ante el empuje de la bursatilización del financiamiento. Si bien la actividad de los mercados ha crecido rápidamente, su dimensión relativa continua siendo minoritaria. A nivel internacional esto no deja la menor duda. En 1994, del financiamiento internacional neto total los préstamos bancarios representan el 63 por ciento, los bonos el 30.4 por ciento del total, lo cual es inferior a la mitad de los préstamos bancarios y el renglón de las Euro-valores apenas constituyó el 6.1 por ciento del total. La función que realizan los bancos continúa siendo determinante para el sistema aunque pierde espacio. Aquí radica la importancia de las transformaciones, ya que en la medida en que se pasa de una estructura a otra, mayores son las repercusiones sobre la economía nacional y sobre los instrumentos de política económica para orientar el desarrollo local.

En la medida en que se fortalece esta dinámica de integración del capital financiero, las economías nacionales se ven impulsadas por las mismas fuerzas que orientan a la economía internacional para adaptarse a la nueva estructura. Así, las economías nacionales han evolucionado paulatinamente de un sistema financiero orientado hacia la intermediación bancaria a un sistema en que los mercados de capital juegan un papel más determinante. Ello implica que las estructuras financieras nacionales han venido modificándose en el peso relativo que tiene el financiamiento bancario frente al financiamiento, por medio de mercados bursatilizados de dinero y de capital. Los mercados de valores han asumido la tarea de transferir capital y riesgos de unos agentes a otros a tal grado

que se explica el apelativo de la llamada "industria de los valores". La tendencia en esta dirección es altamente cualitativa pues como lo explican los representantes del FMI: "la actividad financiera del comprar y retener da lugar a una estructura financiera orientada a realizar transacciones".⁹

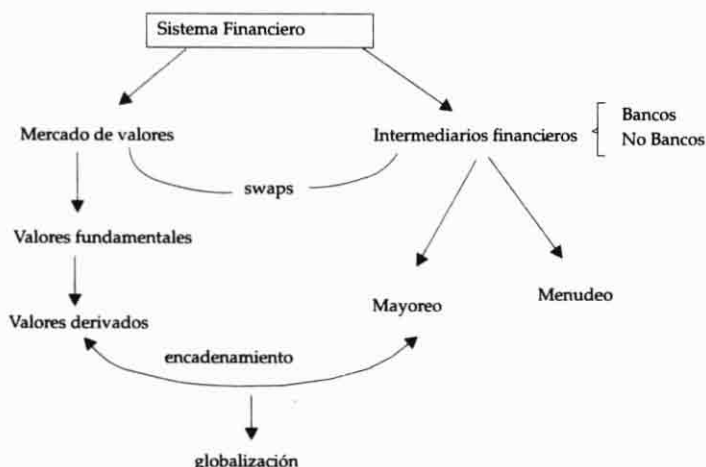
En la gráfica 2 puede distinguirse el esquema planteado. Por un lado está la actividad de los intermediarios financieros, como los bancos comerciales, que venden depósitos líquidos y compran préstamos a otras instituciones financieras y los no-bancos, que venden derechos contra los portafolios de activos que compran. Estos intermediarios pueden clasificarse por su orientación al mayoreo o al menudeo. Simultáneamente, están los mercados financieros en los que se comercian valores y títulos, en sus dos tipos: los fundamentales –acciones y bonos–, y los derivados.

En la medida en que se ha consolidado la dicotomía intermediarios-mercados se ha ido modificando la manera como se entretejen los sectores productivo y financiero, y las variables que los determinan. La tendencia que se ha favorecido con este funcionamiento es la de privilegiar la esfera financiera sobre la productiva y las actividades que favorecen más la autonomía del capital financiero.¹⁰ De ahí que el grado de integración financiera equivalga al grado en que los sistemas financieros nacionales han llegado a estar orientados por la búsqueda de liquidez internacional y de ganancias del arbitraje intermercados. Esta tendencia incita las corrientes de capital extra-fronteras que alimentan el extraordinario dinamismo de los mercados de dinero y de capital. Resulta así que el tipo de cambio se independiza de los fundamentos de la economía, en particular de las corrientes de bienes y servicios que se intercam-

⁹ Goldstein et al, op. cit., 1993, p. 4.

¹⁰ Hyman P. Minsky. Can "it" Happen Again?, M.E. Sharpe, Inc. N.Y., 1982 y Stabilizing an unstable economy, Yale University Press, New Haven, 1986.

Gráfica 2
Sistema financiero



bian internacionalmente y pasa a depender más de variables financieras.

Esta división del sistema financiero, que llamaré la "dicotomía financiera", tiene un nivel general de aceptación en todo el orbe aunque existen diferentes grados de énfasis nacional sobre la importancia que se da a los mercados o a los intermediarios. En Estados Unidos e Inglaterra este modelo ha tenido una aceptación mayor que la que ha tenido en Alemania.¹¹ Por lo cual la tarea de transformación comenzó más temprano en los países anglosajones que en otras partes, pero sin que se dé la posibilidad de que algún

¹¹ Estas diferencias se enmarcan en el debate entre "Stockholder capitalism" y "stakeholder capitalism". Véase: "Stakeholder capitalism" en *The Economist*, 10 febrero 1996, pp. 23-25.

país se mantenga al margen.¹² En los mercados emergentes, la tendencia ha aceptar la preferencia anglosajona se ha manifestado claramente con gran impulso desde mediados de los ochenta. La dependencia de las empresas de Estados Unidos en fondos de corto plazo dependía de préstamos bancarios en un 80 por ciento en 1973, pero para 1994 se había reducido al 50 por ciento, como se aprecia claramente en la gráfica 3. Igualmente en 1960 la deuda corporativa era financiada 50-50 por bonos y préstamos bancarios. Para 1992 los préstamos representan el 30 por ciento, los bonos cerca del 55 por ciento y el resto otras formas de papel comercial y préstamos no bancarios. Estos cambios ocurren, además, en un ambiente en que la deuda corporativa ha pasado de 157 MMD a 2,405 MMD.¹³ Incluso, el financiamiento del déficit comercial ha experimentado esta tendencia; dicen Hung, Pigott y Rodriquez que: "Aunque los bancos han continuado jugando un papel central durante los ochenta, los flujos de valores han llegado a ser el instrumento más importante para canalizar fondos de los países superavitarios de Europa y Asia para financiar el déficit de Estados Unidos".¹⁴

En el Japón es igualmente clara esta tendencia. Takeda y Turner postulan como una de las características del sistema financiero Japonés, al inicio de los setenta, el que "los mercados por valores financieros no eran altamente desarrollados... y los bancos le prestaban fundamentalmente a las corporaciones y no a los consumidores".¹⁵ La

¹² El escepticismo alemán hacia estas transformaciones es conocido, sin embargo, el proceso se encuentra en marcha. Véase: Deutsche Bundesbank, "Financial centre Germany: underlying conditions and recent developments", Monthly report of the Deutsche Bundesbank, march 1992, pp. 23-31.

¹³ The Economist, april 1994, p. 9

¹⁴ J. Hung, Ch. Pigott y A. Rodriquez, "Financial implications of the US external deficit" en Quarterly review of the fedny, Winter-Spring 1989, pp. 33-51.

¹⁵ Masahito Takeda y Philip Turner, "The liberalization of japan's financial markets: some major themes", BIS Economic Papers núm. 34, Basle, november 1992.

Gráfica 3
EU: participación bancaria en los créditos de corto plazo



función del sistema financiero tradicional, hasta inicios de los setenta, era transferir recursos de los ahorradores a las corporaciones. Por ello, el sector manufacturero recibía el 44.6 por ciento de los préstamos bancarios totales. Para 1980 esta proporción se había reducido al 32 por ciento y para 1991 era de sólo el 15.6 por ciento. La industria manufacturera se convirtió, en los ochenta, en uno de los principales demandantes del financiamiento bursátil ya que en 1989, su año pico, recibió el 70 por ciento de los fondos que el sector demandó. Este es un crecimiento significativo al compararlo con el 25 por ciento, promedio anual, que recibió entre 1980-1985. La importancia de los mercados de capital, se resalta en la composición de los activos financieros no monetarios del sector corporativo no financiero. En 1970 los depósitos por tiempo fijo ascendieron al 66.1 por ciento del total, mientras que los valores bursátiles eran

28.3 por ciento para 1991, estas proporciones se habían invertido al ser 38.4 por ciento y 48 por ciento respectivamente.¹⁶ La importancia de estos cambios se reflejan en el efecto que han tenido sobre los ahorros propios en el financiamiento de la industria japonesa. En 1970 el auto-financiamiento constituía el 73.8 por ciento, pero para 1990 se había reducido al 52.9 por ciento.

Estas transformaciones nacionales han obligado a una redefinición de los bancos y sus actividades lo cual se ha manifestado en cambios legislativos. La ley Glass-Steagel en los Estados Unidos y el Artículo 65 de la Ley de Securities and Exchange de Japón que obligaban a la segmentación de los mercados bancario y de valores han desaparecido en la práctica, aunque se mantengan en los libros.

En esta evolución del sistema, las instituciones y los instrumentos de la política económica paulatinamente tienden a su unificación. Este es el proceso en marcha ejemplificado por la tendencia hacia la banca universal y la preponderancia de los inversionistas institucionales. Se refleja igualmente, y quizás más significativamente, por la evolución de los mercados a ligar los dos tipos de actividades financieras. Este es el papel que juegan los swaps al permitir que se intercambien los flujos de efectivo devengados por instrumentos de cada clase de actividad, pero sin intercambiar los instrumentos mismos. Evidencia de estos rasgos también lo es la mayor articulación que se da entre los instrumentos derivados y las operaciones al mayoreo. Esta es una expresión del encadenamiento que ocurre entre la actividad de los mercados y la de los intermediarios que, como se muestra en la gráfica, induce a la globalización del mercado financiero.

¹⁶ *Takeda y Turner, op. cit., p. 52, cuadro 15.*

GLOBALIZACIÓN Y ESTABILIDAD MONETARIA

Se acepta, entonces, que la tendencia prevaleciente hacia un mercado global de capital, juega un papel determinante en inducir una nueva estructura financiera nacional. Debemos ahora preguntarnos si esta estructura induce igualmente a diferentes resultados tanto micro como macroeconómicos, como los que ya apuntamos sobre la inflación y los tipos de cambio. Si los movimientos de capital extra-fronteras crean una nueva estructura y nuevas formas de competencia en servicios financieros que afectan los precios y los costos del capital lo lógico es que deben inducir a cambios en la operación de la economía nacional.

Estas corrientes de capitales han proporcionado varios beneficios a nivel microeconómico, tales como: 1) suavizar el ciclo de vida de las oportunidades de los consumidores; 2) influir sobre la distribución del ahorro y la inversión; 3) favorecer mejores técnicas de administración de portafolios particularmente en relación a mejorar la liquidez de las empresas. Lo más importante debe ser el impacto a nivel macroeconómico en términos de: 1) fortalecer la estructura del sistema internacional de reservas y 2) afectar los niveles de crédito nacional con su correspondiente impacto sobre la producción.

Así, los flujos de capital pueden influir sobre el gasto y, en consecuencia, sobre la actividad productiva. En el fondo lo que esto implica es que la producción como el consumo se hacen más dependientes del exterior. Si esto es así debemos preguntarnos que implicaciones tiene ello, por un lado, para la estabilidad de la acumulación nacional y por el otro para la eficiencia de la política económica que coadyuvaría a lograr dicha estabilidad; es decir, para la formulación y la disciplina que debe imponer la política macroeconómica. Este no es un simple dilema del comportamiento de economías abiertas, como podría aducirse, sino de como las economías nacionales se comportan cuando están inmersas en el

entramado de un capital para el cual no hay fronteras. En particular, interesa saber como repercuten estas nuevas fuerzas en la eficiencia de la política monetaria.

LA VULNERABILIDAD DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

En el campo de la política monetaria, la gran interrogante deviene de la necesidad de considerar cuales son las consecuencias que la globalización financiera, a partir de un amplio proceso de desreglamentación e innovación financiera, tiene para los canales de transmisión monetaria. Se refiere esto a la forma en que las acciones del Banco Central pueden afectar a la economía cuando ésta se encuentra sujeta a las fuerzas de la globalización. Este ámbito se relaciona con la interrogante de cómo se transmite a la economía, especialmente al sector productivo, las decisiones de política económica del banco central; esto es, al poner en práctica una política monetaria determinada por cuáles medios afecta ella la oferta y la demanda agregadas por bienes y servicios. Es necesario igualmente interrogarse sobre las conexiones entre la política monetaria y la estabilidad cambiaria. En un mundo sujeto a las condicionantes de la PPA, como postula el modelo neoclásico, los factores fundamentales de la economía determinan igualmente los movimientos cambiarios. Pero en la realidad de un mundo que tiende a integrarse comercial y financieramente este funcionamiento convencional parece no ocurrir.¹⁷

¹⁷ Los planteamientos e interrogantes que levantan varios reportes especiales son relevantes en este respecto. Véase: "¿Will the system tumble?" en la revista *Euromoney*, septiembre 1986, pp. 110-131; "Fear of finance. A survey of the world economy", *The Economist*, Sept. 19, 1992; "The domino effect. A survey of international banking", abril 27th, 1996.

EL CRÉDITO Y LA NEUTRALIDAD DEL DINERO

La composición estructural del capital con el que se financian las empresas no es importante para el buen desempeño de éstas. Tampoco ha sido esta composición estructural considerada importante en términos macroeconómicos. Estos postulados son los que Modigliani y Miller demostraron en 1958.¹⁸ Suponiendo la existencia de mercados perfectos; esto es de competencia e información perfecta, ellos demostraron que las actividades de las empresas no dependen del tipo de instrumentos financieros por los que la firma opte. Sus métodos de financiamiento ya sean éstos deuda, ganancias retenidas, emisión de valores o cualquier otro no son determinantes para su valor. El éxito de sus inversiones, medido en términos de incrementar el flujo de efectivo, depende de otros factores más relacionados con la tecnología, el tipo de insumos o las preferencias de los consumidores. Las inversiones rentables no dependen de la fuente de los recursos que utilicen. Éstos sólo sirven para determinar cómo se divide el valor de la empresa entre sus diferentes accionistas. Fama en 1980 extendió este análisis a todo el sistema financiero bajo los mismos supuestos de Modigliani y Miller.¹⁹ Esta línea de pensamiento contribuyó a fortalecer el modelo de mercado tan laboriosamente construido desde Adam Smith y que se había consolidado con la demostración, por Arrow y Debreu en 1954, de los teoremas fundamentales de la Teoría del Bienestar.²⁰

¹⁸ T. Modigliani y M. Miller. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" en *American Economic Review*, junio 1958, pp. 261-297.

¹⁹ Eugene Fama, "Banking in the theory of finance", *Journal of Monetary Economics*, January 1980, pp. 39-57.

²⁰ K. Arrow. y G. Debreu. "Existence of an equilibrium for a competitive economy", *Econometrica*, 1954(22), pp. 256-290.

La línea de análisis que derivó de los postulados de Modigliani-Miller ha contribuido a mantener la línea del pensamiento neoclásico, que considera al dinero, como un simple velo para el funcionamiento del sistema económico. Este es el principio de la neutralidad del dinero que tiene como premisa central el postulado de que la oferta monetaria es exógena; esto es que guarda una independencia total de los factores que determinan su demanda. La oferta monetaria puede, en consecuencia, ser manejada por las autoridades monetarias. El efecto de un incremento en la oferta monetario, ya sea por movimientos en el financiamiento interno del instituto central o, más específicamente, por el financiamiento al gobierno, induce a un movimiento en los precios, incluso puede afectar la tasa de interés monetaria, pero no tiene por que afectar las variables reales, tales como el producto o el empleo. Esta forma de operar de la economía requiere, sin embargo, que la demanda por dinero sea una función estable de la tasa de interés.

La prueba Modigliani-Miller fortaleció este razonamiento de la neutralidad del dinero y la visión de que su única importancia deriva de la cantidad que de él debe existir, en cualquier momento, por su efecto negativo sobre los precios. Esta es ciertamente una perspectiva teórica, la neoclásica, que atribuye una función particular y limitada al papel que juega el dinero, y los flujos monetarios, en el funcionamiento de la economía capitalista. Al dinero se le dan funciones pero no se le reconoce su naturaleza como elemento de socialidad; esto es como "Factor a través del cual se determina la cohesión, el proceso y la reproducción de lo social en nuestra sociedad".²¹ Cuando se elimina esta socialidad se tienen que limitar las funciones del dinero, pues es esta naturaleza del mismo la que determina el tipo de funciones que juega la moneda. Esta ha sido y continúa siendo una deficiencia de la teoría económica, ya que

²¹ Juan Castaingts, *"La crisis estructural de la economía mexicana"*, mimeo, 1984, p. 3.

como afirma Benetti: "El objeto privilegiado del análisis sigue siendo una economía ficticia sin moneda, conforme al planteamiento general de la teoría del valor".²²

Esta visión, como es lógico deducir, ignora la naturaleza y las peculiaridades de la estructura que agrega el ahorro, lo distribuye y facilita y asegura su mejor o más adecuado uso; esto es, la estructura bancaria y financiera. En esta perspectiva la estructura del crédito no es relevante, de hecho, es inexistente. El crédito, al ser una de las funciones que desempeña el dinero, pero sin que aporte al valor de las empresas o de la economía, no requiere ser integrado al modelo. En este sentido, el crédito es sólo una de las formas del dinero del cual sólo hay que considerar su cantidad a fin de mantener el equilibrio de los precios.

El intento por cerrar la brecha entre las dimensiones macro y la micro de la economía impuso sobre la escuela keynesiana la realidad de rechazar el postulado de la neutralidad del dinero. Introducir el dinero a la Patinkin fue insuficiente como ha sido plenamente demostrado.²³ Como lo demostrara Kaldor la oferta monetaria es endógena al estar determinada por el nivel de ingreso.²⁴ En la versión de los nuevos keynesianos, esta postura sobre la neutralidad del dinero y de la no importancia de las formas del crédito se hace aún más insostenible. La dicotomía entre los niveles micro y macro de la actividad económica se rompe al demostrar como operan los canales de transmisión del dinero del nivel micro hacia el macro por medio del mecanismo crediticio.²⁵

²² Carlo Benetti. *Moneda y teoría del valor*, FCE, México, 1990, p. 11.

²³ Benetti, op. cit., cap. IV.

²⁴ Nicolas Kaldor "The new monetarism", *Lloyds Bank Review*, julio 1970.

²⁵ B. Greewald y J. Stiglitz, "Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behavior", *American Economic Review*, May 1990, pp. 160-165.

EL MECANISMO DEL CRÉDITO COMO PROCESAMIENTO DE INFORMACIÓN

Las instituciones de crédito, tradicionalmente, han sido las intermediarias entre los agentes económicos que tienen un exceso de fondos y los agentes que carecen de ellos pero los requieren para producir. Los depósitos de corto plazo que reciben estas instituciones son prestados a los agentes que pueden hacer un uso productivo, y de largo plazo, de ellos. En esta forma, los bancos transforman pasivos de corto plazo, los depósitos que reciben, en activos de largo plazo, los préstamos que otorgan. Se establece así un encadenamiento entre ahorradores y productores ya que las instituciones de crédito obtienen dinero prestado de los depositantes en la misma manera que las empresas obtienen dinero de los bancos. La actividad de las organizaciones de crédito en el proceso productivo es, entonces, la de distribuir el capital por medio de préstamos que coadyuvan a la acumulación de capital.

Esta forma de operación hace que la función central de las instituciones financiero-bancarias sea la de la transferencia de recursos a aquellas empresas que pueden hacer un uso redituable de ellos por medio de actividades de producción, distribución o consumo. Esta es la forma en que la banca contribuye a la creación de bienes y servicios. Funge así la banca como un instrumento de asignación de recursos monetarios para la realización de proyectos de inversión. En esta labor la banca se enfrenta al hecho de que no todas las inversiones son igualmente factibles de producir los flujos de efectivo que pretenden. Hay entre los que demandan recursos crediticios quienes son "buenos riesgos" y quienes no lo son. Estos constituyen los "malos riesgos". A los primeros pertenecen los que tienen proyectos viables con bajos riesgos, mientras que a los segundos corresponden proyectos menos viables con alto riesgo. Dos tareas son determinantes para que las instituciones financieras cumplan con su función de transferencia. Una es la de selección de

candidatos y la otra la de control o monitoréo del uso de los recursos. El cimientto para el éxito de estas tareas está en la información con que cuenta el banco para su toma de decisiones, bajo la premisa de hacer la transferencia de recursos con el menor riesgo posible. La calidad y la cantidad de la información se convierten así en el factor determinante de la función bancaria de asignación de los recursos crediticios.

La función de selección consiste en escoger aquellos proyectos que sean buenos riesgos y rechazar los que no lo sean a partir de la condición de que unos y otros están dispuestos a pagar la tasa de interés de mercado. Ello es así por que todos consideran que sus inversiones son viables pero algunos están dispuestos a tomar mayores riesgos que otros. El éxito de las instituciones financieras en la función de selección es saber escoger entre las propuestas que si serán rentables y las que no lo serán, pues sólo los primeros estarán en capacidad de pagar los préstamos obtenidos y así proporcionar ganancias al prestatario. Las que no lo sean desaparecerán antes de cumplir con el compromiso acordado. La selección es, consecuentemente, la actividad de reclutar clientes y de procesar sus solicitudes de crédito; este es un proceso de evaluación de información. Una vez realizada esta función, los fondos son transferidos a las empresas seleccionadas para que realicen las inversiones acordadas.

A diferencia de una simple transacción comercial, la transacción financiera no termina con la transferencia de los recursos. Es a partir de entonces que las instituciones de crédito inician su función de control. El propósito de esta función es asegurar que los recursos que han sido otorgados, son utilizados apropiadamente por el prestamista para estar así en condición de cumplir con el pago de sus obligaciones. En última instancia esta función otorga a las instituciones financieras los medios para presionar a las empresas a que usen el financiamiento otorgado en la forma acordada. Se intenta evitar caer en situaciones de riesgo moral (moral hazard)

con lo cual, se favorece la capacidad de las empresas para cumplir con sus obligaciones de pago a los bancos de las ganancias que les corresponden. Implícita en esta función está la labor de monitoreo permanente de los clientes.

Estas funciones de selección y control son en realidad procesos de evaluación de información. El elemento central y determinante es la calidad de la información con que cuentan las instituciones de crédito, que usualmente es asimétrica. El prestamista normalmente sabe más que el prestatario sobre las posibilidades de que la inversión sea exitosa. A fin de minimizar el riesgo, el banco debe tener toda la información posible. Así, la esencia del proceso de creación de crédito, que es el de la colección y procesamiento de la información, no puede ser realizada sin incurrir en un costo, que no puede ser evadido.²⁶ La calidad de dicha información determina igualmente el costo en el que se incurre al igual que determina el que la función de selección de clientes sea exitosa para sus propios propósitos. Esto significa que existe una estrecha correlación entre las ganancias y el costo que se tiene que pagar para obtenerla. A mejor información mayor costo, sin que las ganancias necesariamente se incrementen proporcionalmente. El factor que media entre una y otra es el grado de riesgo que el banco está dispuesto a asumir. A menor información menor costo pero mayor riesgo.

Las peculiaridades que imponen los requerimientos de información hacen que la gama de préstamos que tiene un banco pueda ser conceptualizada como una cartera de portafolio la cual depende de la percepción que se tenga del riesgo en que incurre al armar su portafolio de deudores. Su éxito depende, entonces, de la habilidad que desarrollen estas instituciones para tomar riesgos que determinan y definen el valor neto de las empresas sobre la base de

²⁶ Este costo es ineludible para el conjunto de la actividad aunque existan agentes que lo evitan sacando provecho a la información que tienen y usan otros. Este es el problema del free rider.

información que nunca es completa, cuya característica es la simetría. En estas condiciones tanto el riesgo en que se incurre como el valor neto de los bancos, pueden variar muy rápidamente. Esto es lo que hace que los mercados crediticios sean altamente vulnerables e intrínsecamente frágiles.

A diferencia del modelo neoclásico en el que las empresas son neutrales al riesgo, ya que funcionan bajo condiciones de información y competencia perfecta, en este modelo se plantea que la actividad crediticia y en especial las instituciones crediticias funcionen con un comportamiento de aversión al riesgo. Conforman así estas organizaciones a la Teoría de Empresas con Aversión al Riesgo. Se enfrentan ellas al riesgo de no pago en que pueden incurrir sus deudores de lo cual deviene la importancia de sus funciones de selección y control; la primera previa a la asignación del préstamo y la segunda posteriormente.

Este comportamiento de aversión al riesgo ocurre y se vigoriza, por que estas son instituciones altamente apalancadas con obligaciones fijas y activos de gran riesgo por lo cual se enfrentan a un alto grado de probabilidad de quiebra. La causa es que las empresas endeudadas, que constituyen una significativa proporción de sus clientes, se enfrentan a una situación similar de quiebra de no ser exitosas sus propias inversiones. El efecto riesgo de su portafolio de préstamos funciona de esta manera. Cuando la probabilidad de quiebra se incrementa crece en forma directa el riesgo e inversamente la ganancia esperada lo cual induce a dos efectos: uno de substitución y otro de riqueza. La conjunción de estos efectos obliga a los intermediarios a tomar menos riesgo. Ello significa reducir su portafolio de préstamos a fin de reducir las implicaciones negativas que pueden tener, por un lado la caída de su valor neto y por otro, el incremento del riesgo. Como cualquier otra empresa, ante perspectivas de mayor riesgo, las instituciones financieras reducen su aportación a la actividad económica lo cual significa reducir sus prés-

tamos. Esta posibilidad es la que provoca el fenómeno de "racionamiento de crédito" planteado por Stiglitz y sus colegas.²⁷

Este es el fenómeno que ocurre cuando al nivel existente de tasa de interés hay un exceso de demanda de crédito sobre el nivel existente de oferta, lo cual significa que el sistema de precios no funciona. Si lo hiciera el racionamiento no existiría. Inmediatamente se argumentaría que estos son fenómenos de desequilibrio de corto o de largo plazo pero no es esta la ruta que toman Stiglitz y compañía. Así, Stiglitz y Greenwald muestran que el racionamiento del crédito ocurre en un mercado de préstamos en equilibrio. La causa del fenómeno se encuentra en las complicaciones que ocurren por la información imperfecta en que se desenvuelve el mercado de préstamos. De acuerdo a Stiglitz y Weiss el racionamiento quiere decir que "entre prestamistas que muestran condiciones crediticias similares algunos obtienen créditos mientras que a otros se les niega el crédito. En consecuencia, los solicitantes excluidos quedan en desventaja frente a los deudores que reciben préstamos".²⁸ Está claro que el equilibrio de mercado se daría a un nivel superior de interés pero ello implicaría para las instituciones crediticias asumir un mayor riesgo del que consideran apropiado. Lo que ocurre es que si el banco incrementa la tasa de interés se expone a que la mezcla de

²⁷ J. Stiglitz y A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, June 1981, (Reproducido en N.G. Mankiew y D. Romer, *New Keynesian Economics*, vol. 2, The MIT Press, pp. 247-276); D. Jaffee y J. Stiglitz, "Credit rationing" en B. Friedman y F. Hahn, *Handbook of monetary economics*, North Holland, 1989. También véase: N.G. Mankiew, "The allocation of credit and financial collapse", *Quarterly Journal of Economics*, August 1986, pp. 455-470.

²⁸ Stiglitz Joseph y Andrew Weiss, "Macroeconomic equilibrium and credit rationing", *Oxford Economic Papers*, 1992, p. 163.

buenos y malos riesgos se modifique en favor de los últimos; es decir, se expone a las consecuencias de selección adversa. Los buenos préstamos se reducen mientras que los malos se aumentan. Con una tasa de interés más alta se modifican los incentivos a invertir. Naturalmente, los buenos proyectos con bajo riesgo se reducirán y lo opuesto ocurre con los de alto riesgo. Si las instituciones crediticias respondieran a esta nueva demanda, podrían estar corriendo un mayor riesgo de ver reducidas sus ganancias futuras y de dar espacio para comportamiento de riesgo moral. La mejor opción para el banco es, entonces, la de racionar el crédito. El elemento clave de este comportamiento de las instituciones financieras es que reducen la disponibilidad de crédito sin modificar la tasa de interés. Al no incrementar la tasa de interés se mejoran las condiciones de estas instituciones en sus opciones de selección, por lo tanto, apuestan a disminuir el nivel de riesgo al disminuir las opciones de selección adversa.

En este contexto la tasa de interés funciona como un mecanismo de asignación de recursos, ya que define el costo de oportunidad de los mismos pero, debe quedar igualmente claro, la tasa de interés no es el precio de mercado que determina la asignación de los recursos financieros. No es al mejor postor al que se asignan los recursos como ocurre en el modelo walrasiano. El funcionamiento de la actividad crediticia en esta forma es lo que hace que la tasa de interés y los precios sean inelásticos. La tasa de interés pierde importancia.

Ante situaciones más gravosas para los prestamistas las instituciones de crédito aumentan la percepción del riesgo de sus préstamos, en consecuencia, reconocen que se aumenta la posibilidad de quiebra de los deudores. Este cambio de percepciones repercute negativamente en el valor neto del propio banco. La respuesta lógica es reducir el riesgo recurriendo a alternativas de bajo riesgo como puede ser, por ejemplo, la adquisición de instrumentos financieros gubernamentales. Mantener la tasa de interés existente pue-

de maximizar el rendimiento esperado de los préstamos mientras que incrementarla podría empeorar una situación ya difícil.

Este funcionamiento de las instituciones crediticias, con su aversión al riesgo, afecta la actividad económica por que reduce la disponibilidad de crédito y, en consecuencia, la actividad productiva. La oferta de crédito es así una variable crítica para la acumulación de capital y para el crecimiento de la producción. Se abre el mecanismo que origina la no neutralidad del dinero.

Este mecanismo de racionamiento del crédito que practican las empresas financieras tiene, además, un efecto multiplicador en la producción y en el empleo. En forma directa por que al haber menos créditos hay menos inversión y, en consecuencia, menos actividad real. En forma indirecta por el hecho que, en la actualidad, las empresas se comportan como bancos. Ellas mismas ofrecen crédito comercial a sus clientes. Naturalmente, cuando ellas tienen menos disponibilidad de crédito estarán menos dispuestas a ofrecerlo a sus clientes.

Aceptar esta forma de funcionamiento del sistema crediticio, tiene un alcance de primer nivel para el funcionamiento de las formas en que operan los canales de la política monetaria.

LOS CANALES DE LA POLÍTICA MONETARIA: LA VERSIÓN DINERO

Examinaremos ahora los canales de la transmisión de la política monetaria a que da lugar este comportamiento de aversión al riesgo. Consideramos que esto nos permite explicar la disociación entre el control de la inflación y la volatilidad del tipo de cambio. La hipótesis que adelantamos es que la dicotomía financiera ha creado una dicotomía de tasas de interés que independiza la política monetaria de la política cambiaria.

La posición convencional sobre la funcionalidad de la política monetaria es que el Banco Central al manipular la base monetaria

opera sobre la economía vía la tasa de interés. Esta es la versión que impuso Hicks por medio de los modelos IS-LM.²⁹ El Banco Central al reducir (aumentar) la cantidad de dinero, a través de cualquiera de los instrumentos a su disposición, activa una reducción en la oferta monetaria lo cual hace que la tasa de interés tienda al alza (baja). Esta es la forma de adecuar la demanda por dinero al nuevo nivel de la oferta del mismo. Se le ha denominado a este canal de la política monetaria la "versión dinero".

Una restricción del circulante lleva, entonces, a una tasa de interés más alta lo cual tiene dos efectos simultáneos. Por un lado, se reduce directamente el nivel de la inversión al aumentar el costo del capital, con lo cual los prestamistas reducen su demanda por préstamos. Por otro lado, se reduce el gasto de consumo al afectar la riqueza de los individuos por la caída en el valor de sus activos. En el corto plazo este efecto lleva a reducciones en el producto como en el empleo, mientras que en el más largo plazo al influir sobre la demanda agregada ocasiona una reducción en la tasa de inflación.³⁰ Estos son los efectos dinámicos de la política monetaria que están condicionados por la manera como los precios y los salarios se ajustan en el tiempo. Este efecto diferenciado de corto y largo plazo descansa sobre el supuesto de que los precios y los salarios responden en forma diferente en cada plazo. En el corto son pegajosos (*sticky*), lo cual facilita el efecto sobre la actividad real pero a la larga, son flexibles por lo cual la cantidad de dinero tiene menos efecto sobre la parte productiva de la economía y más

²⁹ John Hicks, *"Mr Keynes and the classics: A suggested interpretation"*, *Econometrica*, abril 1937, pp. 147-159.

³⁰ Este es el canal de transmisión tan metódicamente expuesto y analizado por Friedman y Schwartz en su clásico tratado. Milton, Friedman y Ana Schwartz, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.

sobre el nivel de los precios. Esta dinámica es la que le da a la política monetaria la característica de ser neutral, lo cual constituye la idea básica del monetarismo, tal como lo plantea Meltzer.³¹ En este análisis convencional se supone, explícitamente, que existe una relación estable entre el dinero, el ingreso y la tasa de interés; además la demanda de dinero tiene siempre un motivo: transacción.³²

Lo que habitualmente no se explicita en este modelo es el fuerte supuesto en que se sustenta esta visión. Este supuesto clave es que los activos no monetarios son sustitutos perfectos, lo cual aparece en los modelos representado por la alternativa dinero-bonos. Esta última variable, los bonos, es un compuesto de todos los activos no monetarios, tales como bonos y certificados gubernamentales, papel comercial, bonos corporativos, acciones, préstamos bancarios, créditos de consumo, etc. Estos instrumentos gozan necesariamente de una canjeabilidad mutua perfecta por que se comportan exactamente igual. Este supuesto es el que permite que las empresas no muestran preferencia por el tipo de pasivos que utilizan, a la Modigliani-Miller. Igualmente queda fuera de su preocupación si el financiamiento para las inversiones es de fuentes internas o externas a la misma empresa. Las combinaciones posibles de todas estas alternativas no son factores relevantes para el modelo, por que supuestamente no lo son para la economía.

Este planteamiento desde su origen no considera la diferencia entre dinero y cuasi dinero, como pueden ser denominados la gama de instrumentos monetarios que la bursatilización de la economía ha creado. Keynes mismo, no hizo la diferencia entre dinero y sus sustitutos por lo cual se le ha llegado a acusar de haber

³¹ Allan Metlzer, "Monetary, credit and (other) transmission processes: A monetarist perspective" en *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, pp. 49-72.

³² No es difícil ver que éstos son supuestos altamente reñidos con la realidad.

orientado mal el desarrollo de la macroeconomía. En su defensa puede decirse que este fenómeno no era tan importante en su época como lo es ahora. Indudablemente su importancia a partir de la década de los setenta no puede minimizarse. El hecho significativo es que no puede considerarse que todos los instrumentos financieros y crediticios sean sustitutos perfectos o que sirvan homogéneamente para cualquier empresa, ya sea ésta una multinacional o el changarro de la esquina.

Entonces, la existencia misma de sustitutos del dinero es algo que puede interferir con la capacidad del Banco Central de manejar la tasa de interés. La consecuencia es una interferencia con la eficacia de la política económica.

Igualmente significativo para el correcto funcionamiento de este canal de transmisión de la política monetaria, es el grado de sensibilidad del gasto a la tasa de interés, especialmente del gasto orientado a la actividad productiva como puede ser la inversión o la acumulación de inventarios. Evidencia para el periodo 1950-1990 en Estados Unidos apunta a una tendencia descendente de esta elasticidad aunque con una paulatina reversión en la última década.³³

En el contexto de la dicotomía mercados-intermediarios a que ha dado preferencia la integración financiera y por las implicaciones que ello tiene para el financiamiento de empresas y consumidores y la determinación de la tasa de interés, estas ausencias en el modelo de funcionamiento de la política monetaria levantan serios interrogantes. ¿Cuál es la importancia de que algunos de los nuevos instrumentos financieros están fuera del control del Banco Central? ¿Qué pasa cuando los bancos pueden incrementar su disponibilidad de crédito con fondeo de no depósitos, tales como certificados de depósito o papel comercial o cuando pueden fácil-

³³ Beverly Hirtle y Jeanette Kelleher, "Financial markets evolution and the interest sensitivity of output", *Quarterly Review, Fedny, Summer 1990*, pp. 56-70.

mente recurrir a financiamiento internacional? ¿Qué papel juegan las compañías financieras de préstamo o la colectivización de los ahorros en fondos mutuos o fondos de pensión? ¿Se reduce la capacidad del Banco Central para afectar la oferta de prestamos ante todas estas posibilidades? ¿Qué efectos tiene para la demanda de dinero?

LA VERSIÓN CRÉDITO

La eficiencia de la política monetaria nacional, en las condiciones de la globalización, ha pasado a depender de las nuevas estructuras nacionales e internacionales en que las segundas tienen tanta ponderación como las primeras y la influencia del mercado internacional afecta objetivos y prioridades nacionales.³⁴ Este efecto, por supuesto, depende del grado de transformación de la economía nacional en su proceso de internacionalización; y del grado de interdependencia financiera. Este efecto, por ejemplo, parece más agudo para Estados Unidos y para el Reino Unido que lo puede ser para Alemania. Sin embargo, no se puede menospreciar el hecho que el Deutsche Bundesbank ha sido, a menudo, incapáz de alcanzar los objetivos propuestos en sus metas de crecimiento monetario, no obstante que su expediente es superior al de los bancos centrales de otros países industriales.³⁵

En consecuencia, a la versión dinero de los canales de transmisión de la política monetaria se le complementa otro canal de

³⁴ Llama la atención que aún Milton Friedman ha expresado un cierto grado de escepticismo sobre la conveniencia de los tipos de cambio flexibles. Véase Friedman, Milton. "As good as gold: A symposium" in *National Review*, 11 June 1990.

³⁵ "The Bundesbank dilemma", *Trends, Dresdner Bank*, December 1994, pp. 3-4; "Expansion of M3 target range", *Trends, Dresdner Bank*, December 1995, pp. 3-6.

transmisión. Esta es la llamada "versión crédito".³⁶ Según Bernanke, uno de sus principales proponentes, "la versión crédito afirma que además de afectar la tasa de interés de corto plazo, la política monetaria influye sobre la demanda agregada al afectar la disponibilidad o los términos de nuevos préstamos bancarios". En la versión de Bernanke y Blinder a un modelo IS-LM que utiliza dos activos financieros: dinero y bonos, que no son sustitutos perfectos, se le agrega un tercer activo: préstamos bancarios,³⁷ que es también imperfectamente sustituible con los otros dos activos. Este último supuesto es "motivado por la idea que los bancos son especiales en su habilidad para dar crédito a solicitantes que, debido a factores de información imperfecta, encontrarían muy difícil hallar otras fuentes de recursos". De esta manera se abre un nuevo canal de transmisión de la política monetaria.

Cuando el Banco Central actúa sobre la liquidez impone nuevos requerimientos sobre las reservas, lo cual se tiene un efecto negativo sobre las disponibilidades de los bancos. Ante la reducción de sus pasivos los bancos tienden a recortar el crédito ya sea por una

³⁶ Esta no es una idea nueva, ya que su esencia se halla en la "doctrina de disponibilidad" que Roosa propuso en los años cincuenta. Lo nuevo es el fundamento en los planteamientos de información imperfecta que los nuevos keynesianos le han dado.

³⁷ Ben Bernanke. "Credit in the macroeconomy" en FRBNY Quarterly Review, Spring 1993, p. 56. También véase: B. Bernanke y M. Gertler. "Financial fragility and economic performance", Quarterly Journal of Economics, vol. 105(1), p. 87-114; B. Bernanke y A. Blinder, "Credit, money and Aggregate demand", American Economic Review, May 1988, pp. 435-439; A. K. Kashyap, y J. C. Stein. "Monetary policy and bank lending" en N.G. Mankiw (Ed.), Monetary policy, University of Chicago Press, 1994; V. A. Ramay, "How important is the credit channel in the transmission of monetary policy" en Carnegie Rochester Series on Public Policy, Fall 1993.

disminución de la cantidad o por una alteración de los términos crediticios. Cualquiera que sea la opción, el resultado es un efecto sobre el nivel de la actividad real en la medida que las empresas cancelan proyectos, reducen inventarios, crean desempleo, etc. Se deprime de esta manera la demanda agregada al sufrir una reducción la inversión, pero igual efecto se tiene en el sector consumidor que depende de préstamos bancarios para realizar sus compras.

Este mecanismo de la versión crédito también ha sido sustentado en la idea de racionamiento del crédito, como ha sido propuesto por Stiglitz y compañía.³⁸

Se acepta que cuando el Banco Central modifica el nivel del circulante, por ejemplo, al realizar operaciones de mercado abierto, lo que intenta es alterar la tasa de interés: incrementarla para combatir la inflación o reducirla para combatir la recesión. El dilema que aparece es el de cuál tasa de interés es la que se va a afectar, ya que en realidad existen dos tasas: la de los mercados y la de los intermediarios bancarios. El Banco Central, por la modificación en el circulante actúa sobre la tasa de interés en sus propios instrumentos financieros, la de los certificados de la tesorería a 28 días como podría ser el caso en Estados Unidos o la de CETES en México. Este movimiento repercute en el rendimiento de los demás instrumentos financieros; es decir, en la tasa de interés de los mercados financieros que tienden a funcionar en términos del corto plazo.

Lo que no logra modificar el Banco Central por cambios en la oferta de dinero, o si lo hace es en forma mínima, es la tasa de interés de los intermediarios financieros; esto es, la que los bancos cargan a sus clientes. Lo que si ocurre, en estas condiciones, es que la cantidad de préstamos otorgados por las instituciones de crédito no sufren mayor alteración. Este es resultado del comportamiento de aversión al riesgo con el que funcionan estas organizaciones, como se vio anteriormente. La oferta de crédito se mantiene relati-

³⁸ J. Stiglitz y A. Weiss, "Credit rationing...", op. cit.

vamente estable, debido a que los bancos son renuentes a incrementar su tasa de interés, por las implicaciones que ello tiene en afectar el nivel existente de riesgo y, por lo tanto, el valor neto propio como el de sus clientes. Modificar el costo del crédito agravaría la incertidumbre que deviene de la información incompleta con la que operan los bancos. Un incremento en la incertidumbre crearía mayores probabilidades de selección adversa o de riesgo moral.

En lugar de incrementar la tasa de interés, las instituciones prestadoras de capital optan por racionar el crédito debido a que los movimientos ocurridos en la tasa de interés se traducen directamente en el valor neto de los bancos, por la percepción que de ellos tiene el mercado y, por lo tanto, en la actitud hacia el riesgo. Ello implica que cuando la tasa de interés se reduce los préstamos existentes y disponibles son más redituables, pero lo son menos cuando dicha tasa se aumenta. Naturalmente, estos movimientos pueden causar efectos de sustitución por el atractivo positivo o negativo que tienen sobre los préstamos bancarios, lo cual crea un efecto redistribución del ingreso a favor de los acreedores y en contra de los deudores.

Si el banco central actúa por medio de otro de los instrumentos a su alcance, por ejemplo, la tasa de redescuento, el efecto es similar. Al reducir la tasa de redescuento el Banco Central reduce directamente el costo del capital para los bancos, lo cual incrementa su valor neto real haciéndolos más dispuestos a tomar riesgos. En tanto que la relación préstamos/valor neto tiene la característica de tender a ser alta, ocurre que pequeñas variaciones en el valor neto inducen a grandes cambios en la disponibilidad de crédito. Por el contrario al incrementar la tasa de redescuento el Banco Central incrementa el costo con la consecuente reducción en el valor neto de las instituciones crediticias y, por lo tanto, su menor disposición al riesgo.

Estas dos posibles vías de funcionamiento de la versión crédito no se consideran como excluyentes sólo que los proponentes del

primer mecanismo no postulan como indispensable el racionamiento del crédito para que la versión crédito funcione. Si bien este racionamiento puede existir, no es condición necesaria para que exista este canal de transmisión de la política monetaria. Según Bernanke: "Todo lo que se requiere para el funcionamiento del canal crediticio es que el crédito bancario y otras formas de crédito sean sustitutos imperfectos para los prestadores".³⁹

Lo que es determinante es que el efecto de este canal no se puede postular como simétrico sobre todos los prestamistas. Puede ser más fuerte sobre aquellos que dependen de créditos bancarios o aquéllos más sensibles a la tasa de interés. En consecuencia, el efecto puede variar de sector a sector: la construcción puede ser muy afectada como también lo pueden ser las pequeñas y medianas empresas.

El efecto de este canal de transmisión de la política monetaria sobre la actividad productiva se manifiesta, entonces, por la limitación o no de crédito que impongan las instituciones crediticias sobre las empresas como respuesta a un choque monetario. Cuando el sector productivo experimenta una reducción en la disponibilidad de capital tomará decisiones para adecuar su producción, sus inventarios o su nivel de empleo en forma consecuente. El efecto de la política monetaria se experimenta por cambios en la oferta de bienes y de servicios que tienen un impacto subsecuente sobre la demanda. Entonces, no es por una reducción directa en la demanda agregada que la política monetaria afecta la actividad real, como lo plantea la versión-dinero convencional sino por una contracción de la oferta agregada. La política monetaria funciona a través de la disponibilidad del crédito. Naturalmente, en este contexto no es sostenible la neutralidad del dinero.

En un modelo muy simplificado de la versión crédito se plantean dos encadenamientos: el que ocurre entre la oferta monetaria

³⁹ Bernanke, op. cit., p. 56.

(M) y la disponibilidad de crédito (Cr) y el que se da entre el crédito y la inversión (I). En el primer encadenamiento el crédito disponible es proporcional a la oferta monetaria

$$Cr = mM$$

y en el segundo la inversión lo es a la disponibilidad crediticia

$$I = nCr$$

Asumiendo que

$$Y = C + I + G$$

y que

$$C = aY$$

entonces

$$Y = \frac{m n M + G}{1 - a}$$

Si bien el ingreso (Y) continúa dependiendo de M, como en el modelo convencional, el punto central que diferencia esta versión con la convencional es la relación entre M y Cr. En términos del comportamiento descrito anteriormente, esta relación puede cambiar a lo largo del ciclo económico. La hipótesis central es que un incremento de M puede tener un efecto relativamente débil sobre la disponibilidad de crédito, especialmente en periodos de recesión. Esto significa que la política monetaria puede ser contraccionaria aunque la tasa de interés cambie poco o incluso se reduzca o podría ser expansionista aunque la tasa de interés se incremente.

En este contexto los objetivos intermedios de la política monetaria, la tasa de interés y la oferta monetaria, pueden no estar totalmente en línea con los objetivos macroeconómicos del gobierno, por lo cual los objetivos de política tienen que usarse con gran precaución. Igualmente, el racionamiento crediticio, de existir, es más importante para unos sectores que para otros, por la dependencia que tengan de préstamos bancarios como fuente de su financiamiento. Este hecho es determinante por el efecto diferenciado que la política monetaria puede tener en diferentes sectores. No extraña, por tanto, que uno de sus defensores define este canal como: "El conducto por medio del cual la política monetaria afecta el diferencial entre el costo de los fondos internos y los externos para cierta clase de prestadores".⁴⁰

Para Freedman la dinámica de este mecanismo es un poco más complicada al considerar que existen una "postura fuerte" y una "postura débil" de la versión crédito.⁴¹ En la postura fuerte se encuentran entrelazadas dos hipótesis. Una hipótesis es, que por la caída de reservas se da simultáneamente una restricción monetaria y una caída de la oferta del crédito bancario, y la otra, es la experiencia de un efecto significativamente negativo sobre el gasto, más allá de lo que puede ocasionar el cambio en la tasa de interés, como consecuencia de un cambio en la oferta de préstamos de las instituciones financieras. Las dos, por supuesto, están encadenadas. En contraposición, la postura débil de este mecanismo aparece como la menor disponibilidad o el incremento en el costo de crédito que sufren las empresas pequeñas en comparación a las más gran-

⁴⁰ Mark Gertler, "Commentary: Credit channel or credit actions? An interpretation of the postwar transmission mechanism" en *Changing capital markets: implications for monetary policy*, FED Kansas City, 1993, p. 131.

⁴¹ Charles Freeman, "Commentary: Credit channel or credit actions? An interpretation of the postwar transmission mechanism" en *Changing capital market: implications for monetary policy*, FED Kansas City, 1993, pp. 117-129.

des, a consecuencia de aumentos en la tasa de interés y en el riesgo de quiebra que puede ocurrir por la existencia de asimetrías de información.

La existencia de este canal no ha sido propuesto como una alternativa al canal monetario tradicional. Este canal de transmisión ocurre en adición al que se da vía las tasas de interés y la demanda agregada y naturalmente lo complementa. Sin embargo, su existencia y su validez han inducido a un amplio debate.⁴² En el fondo su existencia cuestiona el rechazo teórico a incluir el sistema crediticio en los modelos tradicionales, bajo el supuesto de que las condiciones financieras de los bancos y empresas no son relevantes para la inversión y el gasto. Aceptar su existencia implica reconocer que la infraestructura crediticia es relevante pero que no siempre funciona perfectamente, además, implica reconocer que el Banco Central se ha visto afectado en la eficiencia del uso de los instrumentos a su disposición por los cambios estructurales que han ocurrido como consecuencia de la globalización.

Para el caso de Estados Unidos la evidencia demuestra, según Gertler, que el FED todavía mantiene la capacidad de manipular la tasa a 90 días de los Certificados de Tesorería; pero considera que está perdiendo la habilidad de imponerse sobre las tasas de largo plazo. Ello es testimonio de "la influencia que la innovación financiera tiene sobre la capacidad de acción del Banco Central para regular la tasa de interés".⁴³ Cuando los bancos tienden a recurrir a sustitutos de los depósitos a la vista y del dinero como pueden ser los fondos mutuos de los mercados de dinero, este es el resultado.

⁴² *Federick Mishkin, "Symposium on the monetary transmission mechanism", Journal of Economic Perspectives, Fall 1995, pp. 3-10.*

⁴³ *Gertler, 1993, p. 146.*

AUTONOMÍA Y VOLATILIDAD CAMBIARIA

En el centro de este dilema entre estabilidad de precios y volatilidad cambiaria, aparece el hecho que la determinación del tipo de cambio se independiza de los factores fundamentales de la economía y depende, paulatinamente más, de las corrientes de capital. La versión extrema de estas posiciones es la de McKinnon al argumentar que en un mundo financieramente integrado, la política monetaria no tiene influencia sobre las tasas de interés sino exclusivamente sobre el tipo de cambio. Por supuesto ello es posible bajo su propio supuesto, que enfatiza la existencia de sustitución monetaria extrafronteras sobre la base de narrow money.⁴⁴ Posteriormente reconoció esta postura como equivocada aceptando que el fenómeno de sustitución monetaria no es común.⁴⁵ Se asume, entonces, que narrow money es algo que mantienen los residentes del país pero que internacionalmente lo que se da es una acumulación de depósitos con interés denominados en moneda nacional.

La posición que se asume en este trabajo plantea una relación entre la política monetaria y el tipo de cambio, en que el punto nodal es la existencia de tasas de interés independientes para los mercados financieros y para los intermediarios como se deduce de la versión crédito de transmisión monetaria. Se parte del hecho que la política monetaria ha logrado contener la presión inflacionaria, pero no ha contribuido a la estabilidad del régimen cambiario. Los tipos de cambio se han hecho más volátiles y las tasas de interés, aunque en términos nominales tienden a la baja desde sus altos niveles de inicios de la década de los ochenta, en términos reales son más altas ahora que antes de los setenta.

⁴⁴ Ronald McKinnon "Currency substitution and instability in world dollar standard", *American Economic Review*, 72, 1982.

⁴⁵ Ronald McKinnon *An international standard for monetary stability*, 1984.

En este contexto, el control inflacionario se explica por los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la versión crédito. Los bancos al comportarse como riesgos aversos racionan el crédito ante un choque monetario, lo cual afecta la oferta de crédito. El consecuente efecto sobre la inversión termina por reducir la oferta de bienes y servicios. El punto básico es que este comportamiento ocurre manteniendo la tasa de interés del crédito bancario relativamente constante, mientras que se incrementa la tasa de los mercados financieros. Se crea así un diferencial entre la una y la otra que propicia que los mercados de capital adquieran mayor capacidad para atraer capitales extranjeros creando así una dinámica de mercado que impulsa la gran movilidad de capital extra-fronteras. Las mayores tasas de interés de los mercados de capital que resultan de políticas monetarias restrictivas constituyen el principal factor de atracción de los flujos de capital. Ello produce, a su vez, la volatilidad en el mercado cambiario por su tendencia a sobrevaluar la paridad. Aparecen, entonces, las presiones hacia la sobrevaluación de las monedas y en consecuencia su volatilidad.

La volatilidad cambiaria al ser la medida de la cambiabilidad del tipo de cambio en el corto plazo está provocada por la independencia que adquiere la tasa de cambio de la tasa de interés bancaria y la dependencia en que cae de la tasa de interés de los mercados financieros. La tasa de interés en los mercados financieros (i_{NB}) es más volátil que la de las instituciones financieras (i_B) por ser más subjetiva y depender más del grado de integración e internacionalización de las economías nacionales y menos de los factores fundamentales de la economía. En estas condiciones, la política monetaria es la causa de la estabilidad de precios y de la volatilidad cambiaria. Cumple su función de control de la inflación pero se divorcia de su tarea de proporcionar mayor estabilidad cambiaria.

La dicotomía estructural entre mercados de capital e intermedios financieros es lo que permite que aparezcan estas dos formas de la tasa de interés, por lo tanto, entre mayor sea la di-

cotomía que se da entre valores y préstamos, mayor puede ser la diferencia entre las tasas; es decir, mayor es la volatilidad de la tasa de interés de los mercados frente a la de los intermediarios y mayores los flujos de capital. Esto significa que la volatilidad cambiaría que se ha experimentado con los tipos de cambio flexibles encuentra su sustento en las diferencias en tasas de interés entre mercados financieros.

CONCLUSIÓN

La innovación y la liberalización financieras al impulsar el desarrollo de mercados financieros sin fronteras, esto es integrados, ha terminado por afectar las condiciones de la oferta de dinero al igual que los canales de transmisión de la política monetaria.

La integración tiene un efecto determinante de homogeneización de las economías nacionales, en tanto logra imponer una reducción de las barreras institucionales y permite alcanzar una mayor semejanza en las características de los instrumentos financieros lo cual promueve la separación entre mercados e intermediarios. La integración promueve, por lo tanto, los diferenciales entre tasas de interés y la independencia del tipo de cambio de los factores reales. La razón es que estos diferenciales simplemente reflejan las disparidades propias en las políticas macroeconómicas nacionales y promueven la especulación cambiaria.

En el contexto de la globalización, el debate actual no puede ser solamente acerca del grado de flexibilidad de los tipos de cambio sino más bien acerca de las cualidades del régimen monetario; esto es, de la unidad constituida por el sistema cambiario y la estructura monetaria a fin de lograr el control de la inflación y la estabilidad de la paridad para alcanzar los beneficios de la integración al mercado mundial integrado. Considero que esta posibilidad tiene que ver con cómo la dinámica integración-globalización redefine

al aparato crediticio en las economías nacionales, ocasionando que los mecanismos del crédito encuentren alterado el funcionamiento de la política monetaria al dar más importancia a este canal de transmisión de la política monetaria que al canal tradicional vía la tasa de interés.

En el fondo, lo que ha venido ocurriendo es una transformación del dinero en una forma autónoma de acumulación de capital semi-independiente de los fundamentos económicos que se anclan en la actividad productiva. Esta transformación impone en el sistema una de sus principales características: el corto plazismo en su funcionamiento y en la obtención de ganancias que encuentran su máxima posibilidad en el mercado cambiario.

Este comportamiento de los tipos de cambio es lo que ha llevado a que modelos aleatorios⁴⁶ o modelos de expectativas irracionales⁴⁷ tengan más capacidad explicativa que modelos basados en los fundamentos económicos.

⁴⁶ Michael Mussa. "Exchange rates in theory and in reality" in Essays in international finance, núm. 179, december 1990.

⁴⁷ Jeffrey Frenkel and Kenneth Froot, "Understanding the US dollar in the eighties: The expectations of chartist and fundamentalist" in *Economic Record*, vol. 62, 1986; Monika Butler, "Chartists and the foreign exchange market", *PROSPECTS*, Swiss Bank Corp. núm. 6. december/january 1995.

Globalización y flujos de capital privado en los países subdesarrollados *

Lilia Rodríguez Tapia **
Jorge A. Morales Novelo ***
Hilda R. Dávila Ibañez ****

SINOPSIS

AL DESPUNTAR la década de 1980 gran parte de las economías de América Latina experimentaron fuertes deterioros en su estructura

* Este trabajo forma parte de los resultados de un Programa de Docencia e Investigación que se desarrolla en la actualidad en el Departamento de Economía de la UAM-A y es apoyado por la Subsecretaría de Educación Superior e Investigación Científica de la Secretaría de Educación Pública (SEP), Institución a la que los profesores de la UAM-A que signan este documento expresan su reconocimiento. Los autores también agradecen los comentarios del lector anónimo que dictaminó este ensayo.

** Profesora del Departamento de Economía de la UAM-A, miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

*** Profesor del Departamento de Economía de la UAM-A.

**** Profesora del Departamento de Economía de la UAM-X.

económica interna como resultado de los cambios dramáticos que ocurrían en el medio ambiente económico internacional, tanto más cuanto mayor había sido el financiamiento externo contratado durante los años ochenta. Diferentes fenómenos configuraban el cuadro de dificultades que desde entonces hicieron claros los alcances del desarrollo y crecimiento económico en general de los países menos desarrollados. El más visible había sido la suspensión voluntaria pero obligada del financiamiento externo que resultaba en una crisis profunda que incluso amenazaba desdoblarse sobre el sistema financiero internacional, con consecuencias poco previsibles. En efecto, desde 1982 la liquidez mundial se había contraído en un contexto económico internacional cambiante que revertía la dirección de los flujos de fondos que transformó en un grave problema el sobreendeudamiento de las economías menos desarrolladas. Las tasas de interés se incrementaron y el desplome de los precios de las materias primas precipitaron la contracción dramática de la demanda interna, conduciendo a la transferencia neta de una parte significativa del PIB de las economías menos desarrolladas al resto del mundo.

En el primer apartado de este documento se sugiere un marco general de comportamiento de los flujos de capital, entre el conjunto de países desarrollados y las economías menos desarrolladas con el objeto de examinar el efecto que el proceso de "globalización" (internacionalización) del capital privado que los primeros tienen sobre los segundos. Una visión muy difundida interpreta este fenómeno con la idea de que la liberación de los mercados de capital contribuirían en forma muy importante al desarrollo económico de los países menos desarrollados, tanto como a disminuir las desigualdades en la economía mundial. Este resultado sería consecuencia de los impactos económicos de los diferentes flujos de capital enviados desde las economías más desarrolladas hacia las subdesarrolladas; esto es, la inversión extranjera directa conducida por las corporaciones transnacionales, los préstamos de los

bancos privados y las operaciones de los mercados financieros que podrían transferir ahorros desde los países ricos, abundantes en capital, hacia los países pobres escasos en el mismo recurso. El problema no es de fácil solución y en el trabajo que a continuación se presenta se sugiere que los flujos de capital privado, que recorren la variada gama que va desde la inversión extranjera directa (IED), hasta a la ayuda para el desarrollo –siempre en una proporción insignificante–, pasando obviamente por los flujos de capital especulativo, tienen efectos diferenciados en lugar y tiempo, y dejadas estas figuras al accionar de su propio ímpetu, resultan elementos que tarde o temprano provocan disturbios económicos y financieros. Incluso la IED que tanto promueven muchos gobiernos de las economías menos desarrolladas, desde hace ya mucho tiempo, se muestra inadecuada –como se verá a continuación– a las necesidades de las economías menos desarrolladas. En tales condiciones, la actividad de los flujos de capital financiero especulativo halla verdaderos paraísos en el mundo menos desarrollado, al amparo de las expectativas apuntaladas por sus gobiernos, de transformar esa masa de capital–dinero evanescente–condición que le confiere las nuevas formas de transmisión-comunicación electrónica– en capital productivo; ilusión que nunca se llega a materializar.

En la segunda parte se examina el comportamiento de las diferentes formas bajo las que se transfiere el capital privado y su saldo neto entre los diferentes tipos de economías. La idea es resaltar el impacto diferenciado que tienen los diferentes flujos de capital en el proceso de crecimiento y desarrollo de los países subdesarrollados, de tal forma que el comportamiento de aquéllos ante una apertura indiscriminada solo puede adoptar formas negativas. En suma, se trata de examinar la situación de los países subdesarrollados a partir de las regiones de Asia, África y América Latina en términos de su acceso a los mercados financieros internacionales privados, en busca de recursos externos para su desarrollo en el periodo que va de 1983 a 1994, haciendo referencia a los

saldos netos de capital privado de las regiones referidas (los saldos brutos alcanzan magnitudes realmente elevadas), con el objetivo de analizar la posición final de cada una de las regiones. Los resultados encontrados en este trabajo nos llevan directamente a iniciar la reflexión acerca de la necesidad de la regulación del mercado de capitales en un país específico dentro del mercado mundial de capitales, como punto de enlace de un trabajo posterior.

FLUJOS DE CAPITAL EN EL CONTEXTO DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

El Sistema Monetario Internacional, fundado en 1945 durante la Conferencia de Bretton Woods, estuvo vigente hasta 1973, y su funcionamiento en este periodo se caracterizó por el establecimiento de reglas claras sobre el manejo de los tipos de cambio, mientras su principal preocupación consistía en lograr la estabilidad y por esa vía estimular el comercio internacional de bienes y servicios, influyendo positivamente en las condiciones económicas de los países en crisis y en respuesta directa a la caótica situación configurada en los años 30s. En la dinámica del sistema monetario internacional que funcionó hasta 1973, no se observaban ni de lejos los aspectos que en la actualidad se relacionan con los movimientos de capital, en vista de que este tipo de traslados no era una realidad cotidiana y solamente en años recientes ha configurado un impresionante mercado internacional de capitales. Sin embargo, conviene notar que en el horizonte de las políticas del Fondo Monetario Internacional (FMI) siempre ha permanecido un cierto relajamiento sobre los controles del movimiento de capitales entre países.

En efecto, a partir del colapso del sistema de Bretton Woods en 1973 se ha perfilado un impresionante crecimiento del mercado internacional de capital privado, mientras a contrapunto ha ocurri-

do una progresiva y rápida eliminación de las restricciones en las transacciones de capital entre los países industrializados. La consecuencia inmediata de los cambios en los mercados financieros internacionales se ha reflejado en diversas aristas en el plano internacional, que va desde el aumento en el número de acuerdos entre países para desempeñar la libre convertibilidad en las transacciones corrientes y de capital, con el resultado de un impresionante crecimiento en el nivel de los flujos de capital neto y bruto entre los países industrializados, hasta la "globalización"¹ e integración de los mercados "offshore" y domésticos; el papel dominante y determinante de los capitales privados en el financiamiento de los disturbios corrientes y fiscales; la creciente importancia de los inversionistas institucionales en transacciones de seguros fuera de las "fronteras"² —donde jurídicamente han sido establecidos— y en el

¹ La palabra globalización (que dista mucho de ser un concepto) se utiliza aquí más por comodidad y convención, que por su naturaleza descriptiva o teórica de los fenómenos que se desenvuelven en la esfera de la economía internacional. Su connotación es ambigua y parcial, por lo que sería más riguroso abordar los fenómenos de los que se ocupa como procesos de internacionalización. Sin embargo, la definición conceptual y operativa de ese concepto cae fuera de los límites del presente trabajo, razón por la que no se incorpora.

² La pérdida de importancia de las fronteras nacionales en la perspectiva de los flujos de capital y el correlativo cambio en la naturaleza del funcionamiento y límites de la soberanía económica y política de los países menos desarrollados es un fenómeno interesante que se ha configurado en las últimas dos décadas y que con frecuencia no se aprecia sus implicaciones en su justa dimensión. Para documentar este tema Cfr. Kenich Ohmae (1996), *The End of the Nation State; The Rise of Regional Economies* (New York Simon & Schuster, Inc.). Véase también "The Nation-state is Dead. Long Live the Nation-state", en *The Economist* (1995-1996), diciembre 23, enero 5, pp. 15-18.

impresionante crecimiento del uso de instrumentos financieros llamados convencionalmente "opciones" y "derivados".³

A partir de 1973, el sistema monetario internacional se ha enfrentado a un contexto diferente que ha compelido a modificar sus políticas monetaria y financiera y entre las que particularmente destacan, se cuentan las relacionadas con la determinación de los tipos de cambio y los flujos de capital privado en la economía mundial. En contraste con los tipos de cambio fijos del sistema de Bretton Woods, un aspecto importante del sistema monetario actual es la diversidad de acuerdos en la determinación de las tasas de cambio. Los tres países más industrializados (Japón, Estados Unidos y Alemania) han logrado acuerdos bilaterales con el fin de operar la determinación de sus tasas de cambio bajo el régimen de "flotación dirigida" desde los inicios de la década de los setenta.⁴ En la óptica del Sistema Monetario Europeo, los países que han recurrido al mecanismo del tipo de cambio han acordado multilateralmente limitar las variaciones en los tipos de cambio bilaterales en el contexto de las bandas de flotación, las que han sido ampliadas porque han probado no ser viables.⁵ Al mismo tiempo, algunos

³ La literatura que describe los nuevos instrumentos de financiamiento es abundante, Cfr. Gary A. Dymski, Gerald Epstein, Robert Pollin (Eds.; 1993), *Transforming the U.S. Financial System; Equity and Efficiency for the 21st Century* (New York: M.E. Sharpe, Inc.); también véase Revista de Comercio Exterior (1995), "Flujos de Capital y Mercados Emergentes I" (México: Banco Nacionl de Comercio exterior, S.N.C.), vol 45, núm 12, diciembre.

⁴ La intervención oficial, unilateral como coordinada, bilateral y multilateral, es usada por los tres países con el fin primero de influir en la determinación del tipo de cambio en ciertos momentos clave. Véase también el texto de Paul Hellyer (1996), *Surviving the Global Financial Crisis* (Toronto: Chino Media).

⁵ Cfr. Lapo Berti y Andrea Fumagalli (1993), *L'antiEuropa delle Monete* (Roma: Manifestolibri).

países en desarrollo han adoptado fijar su tipo de cambio con alguna moneda en específico o en referencia a una canasta de monedas compuesta por lo general con divisas fuertes. Este sistema que se ha pretendido presentar como descentralizado y flexible enfrenta graves problemas que han sido fuertemente cuestionados. En efecto, mientras para algunos ha probado ampliamente su capacidad de ajuste en vista de su eficacia en el enfrentamiento de disturbios económicos, para otros los acuerdos de flotación de los tipos de cambio han hecho a las economías menos desarrolladas altamente volátiles o, en el mejor de los casos, las tasas de cambio se encuentran considerablemente desaliñadas y no reflejan ni de lejos las condiciones reales de las economías o bien, han traducido políticas económicas inapropiadas o insostenibles por inviables. Esta situación ha vuelto meridiana la necesidad de revisar las reglas bajo las que ha funcionado en las dos últimas décadas el sistema monetario internacional, en atención a la discusión sobre las formas más adecuadas –o menos salvajes– de desempeño de las políticas, ya puesta sobre la mesa de debates por numerosos economistas.⁶

Por otra parte, en lo que se refiere al movimiento de capital –que es preocupación central de este trabajo– se constata que desde 1973 los flujos de capital privado han jugado un papel central en el sistema monetario internacional en vista de su importancia creciente en los mercados de capital internacional, así como por su papel clave en la determinación de los tipos de cambio y en el financiamiento de los “desequilibrios” en muchos países. Desde luego, es claro que el aumento de los flujos de capital privado entre países ha tenido como condición *sine qua non* un proceso fuerte de desregulación de las restricciones en términos de inversión financiera de todo tipo en las economías destinatarias –que son todas, para

⁶ Este problema requiere una sistematización aparte de este trabajo, por lo que aquí sólo se deja indicado el problema en los planos nacional y global.

efectos prácticos.⁷ Con el objeto de poner en relieve los acontecimientos inmediatos al derrumbe de Bretton Woods con el tramo recorrido en la década de los noventa, es suficiente recordar que en 1975 existían 23 países que no tenían restricciones en sus transacciones de capital y que para 1993 el número de países había aumentado a 38, número que abarca tanto a países desarrollados como a subdesarrollados.⁸ Desde el punto de vista de los países desarrollados, la convertibilidad en las cuentas de capital ha facilitado una creciente expansión en la escala de los flujos de capital bruto y neto entre estas economías. Conviene mencionar que el impresionante crecimiento en el nivel de los flujos de capital neto entre los países industrializados, a partir de 1982, ha sido la dimensión más que compensatoria de los históricos déficits en la cuenta

⁷ La ilustración precisa del denominado proceso de desregulación que emerge de la experiencia económica de Corea del Sur, y que fuera sistematizada por Ronald McKinnon y Eduard Shaw y cuyo "mensaje" tuvo una recepción entusiasta en América Latina, a pesar de que tres de las más importantes experiencias (Argentina, Chile y Uruguay) terminaron en rotundo fracaso, se halla en Charles P. Kindleberger (1987), *International Capital Movements* (Cambridge: Cambridge University Press); especialmente el capítulo 4, pp. 62-87. Para un examen de esas experiencias en el Sur de América Cfr. Vittorio Corbo y Jaime de Melo (1985), "Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America", número especial de la revista *World Development*, vol. 13 núm. 8, agosto.

⁸ El caso de México puede considerarse inscrito en esta tendencia, mientras que el impacto conjunto que han tenido el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA por sus siglas en inglés), la nueva reglamentación de la Ley de Inversión Extranjera Directa y los decretos específicos sobre esta materia, han arrojado como resultado la liberalización casi total en la entrada y salida de capitales. Más aun, sin olvidar que la Ley de 1973 que promueve la inversión mexicana y regula la inversión extranjera está vigente y establece un marco jurídico-económico fundamental para regular la inversión extranjera, es a partir

corriente de las balanzas de pagos del mundo desarrollado, en todo el periodo de referencia.

Los flujos internacionales de capital han estado asociados con un impresionante aumento en las transacciones de los mercados de cambio externos, tanto "spot" como derivados,⁹ de tal modo que las ganancias especulativas se elevaron desmesuradamente. En tales condiciones, el resultado de los tres mercados de cambio externos más importantes (Londres, Nueva York y Tokio) se incrementaron tres veces entre 1986 y 1992, a tal punto que considerando el resultado global para abril de 1992 se estima un movimiento de 880 mil millones de dólares diarios. Vale decir que este monto de capital especulativo, ha resultado ser mayor que el valor de las reservas internacionales de los bancos centrales de los tres países de referencia en su conjunto, que de acuerdo a datos del FMI habían alcanzado la cifra de 414 mil millones de dólares para fines de 1993.

En los años cincuenta y sesenta los flujos internacionales de capital habían jugado un magro papel en el financiamiento de los déficits fiscales y de cuenta corriente. Sin embargo, para la década de los setenta esos flujos explicaban la mayoría del financiamiento externo de las economías menos desarrolladas al mismo paso que

de 1984 que se han introducido diversos acuerdos para "flexibilizar" la participación de dicha inversión, que significa un cambio importante que sin duda favorece la entrada indiscriminada de capital extranjero. Sin embargo, la nota no debe exagerarse en vista que en gran medida la inversión extranjera en activos financieros está determinada exógenamente a través de un conjunto de dispositivos sutiles. Sobre este último problema Cfr. Julio F. Goicoechea (1996), "Evolución Reciente del Sector Externo Mexicano", Comercio Exterior, vol. 46, núm. 2, México, febrero, pp. 102-108.

⁹ Para una buena definición de la jergonza financiera internacional establecida por los organismos financieros internacionales y los mercados financieros, véase Cfr. Robert W. Kolb (1993), *Inversiones* (México: Limusa).

traducían los desajustes de los países económicamente más fuertes. Las economías en desarrollo accedieron a financiar sus desajustes en el transcurso de la década de los setenta por la vía tradicional del endeudamiento externo, pero rápidamente perderían acceso a esos mercados financieros internacionales al iniciarse la década de los ochenta. La enorme mayoría de esas economías debían esperar la vuelta de la década para acceder de nuevo a esos mercados de cambio externos, en vista de que hasta entonces comenzarían a presentar aquellos un incremento sorprendente, aunque este aumento en modo alguno implicara beneficios para el crecimiento económico de los países menos desarrollados.¹⁰ Por el contrario, la sola perspectiva de que los recursos financieros mundiales fueren insuficientes –en condiciones de baja rentabilidad conferida por una tasa de interés no competitiva– para cubrir las necesidades de inversión productiva a nivel mundial en lo que falta del presente siglo, involucraría a los países subdesarrollados en un grave problema de estancamiento económico desde el momento que han intentado cimentar su crecimiento económico en el ahorro externo más que en el interno.

En efecto, se ha argumentado por parte de la Organización de Naciones Unidas (ONU), entre otras instituciones internacionales, que la demanda creciente de recursos financieros internacionales, serán insuficientes para cubrir las necesidades de inversión a nivel mundial. Paradójicamente, el fin de la Guerra Fría ha planteado la necesidad de satisfacer una demanda mayor de recursos financieros que deberá asignarse tanto para las “economías en transición” de la Europa del Este como a las regiones tradicionales del mundo menos desarrollado (África, América Latina y las economías al Oeste y Sudeste de Afganistán)¹¹ y por supuesto las

¹⁰ *Sobre los niveles que los flujos internacionales de capital han llegado a representar para las economías menos desarrolladas, se regresará más adelante.*

¹¹ *Cfr. Anthony R. de Souza, Frederick P. Stutz (1994), The World Economy;*

economías desarrolladas. No hace falta decir que el objetivo principal sería la modernización de la planta productiva, los servicios y las telecomunicaciones fundamentales de los países desarrollados. Por su parte, la preocupación central de los de menor desarrollo, consiste en salir de la crisis que lastra desde hace casi dos décadas y, en el caso de las economías emergentes continuar con su proceso de vigoroso crecimiento. En este cuadro de requerimientos casi ilimitados frente a recursos financieros con asignación restringida –más bien que escasos–, el déficit previsible de recursos a nivel mundial plantea la necesidad de considerar la situación financiera para el crecimiento de las economías en desarrollo en su conjunto, tanto para racionalizar la salida del ahorro interno de la región por concepto del sempiterno pago de la deuda, como el muy probable encarecimiento del financiamiento internacional ante la presión al alza en las tasas de interés a nivel mundial –pero particularmente en las economías desarrolladas. Sin olvidar el abigarramiento en las restricciones para acceder al financiamiento para el desarrollo.¹²

Una comprensión cabal de las limitaciones a que deberán progresivamente someterse las economías más débiles pasa por el hecho de que son los países, desarrollados los que más recursos

Resources, Location, Trade and Development (Toronto: Maxwell McMillan Canadá); Keith Griffin and Azizur Rahman (1992), *Globalization and the Developing World* (Ginebra: Instituto de Investigación de Naciones Unidas para el Desarrollo Social).

¹² Algunas de las implicaciones que se han desprendido de restricciones financieras para el desarrollo menos drásticas que las que se perfilan para el fin de siglo, pero que contribuyen a proyectar los problemas actuales se halla en el texto editado por Simón Teitel (1992), *Towards a New Development Strategy for Latin America* (Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo/ The John Hopkins University Press).

absorben de la oferta mundial de capitales. Más aun, si se considera en términos desagregados el comportamiento de esta serie de países, se observa que Estados Unidos es la economía que desde los años cincuenta presenta una clara tendencia a disminuir su tasa de ahorro real agregado como porcentaje del PIB. En efecto, este país durante los ochenta demandó una transferencia neta de recursos financieros del exterior del orden de un 1.9% de su PIB, demanda que fue satisfecha principalmente por Japón, Alemania y los países de Sudamérica y el Caribe, no obstante que para 1993 esa transferencia neta descendió hasta explicar un monto de 1.2% de su PIB. A contrapunto, los países europeos de altos ingresos, desde mediados de los setenta y hasta el inicio de los noventa, presentan tasas de ahorro elevadas; en los años setenta tienden a aumentar hasta estabilizarse en los inicios de los noventa en un nivel que puede caracterizarse como elevado. Este comportamiento se explica básicamente por los superávits de Alemania Occidental que ha dibujado una tendencia creciente a la transferencia financiera neta hacia los países desarrollados. De tal modo que para 1985 transfería un valor equivalente al 3.5 de su PIB y para 1993 llegó a representar un valor del orden de 7.6% de su producto doméstico. Sin embargo, ese comportamiento se ha modificado a partir del fin de la Guerra Fría, toda vez que implicó la unificación de las dos Alemanias, reformulando la dirección de los recursos financieros desde Alemania Occidental hacia Alemania Oriental, hecho que en sí mismo modificó el perfil de financiamiento de los déficits de Estados Unidos.

Por otra parte, Japón también se ha caracterizado por una trayectoria de tasas de ahorro elevadas, hasta el punto en que para los años ochenta se había colocado en un nivel promedio de 31.3%, aumentando a 32.7% como proporción de su PIB en 1993. Por descontado, estas tasas le han permitido ser a Japón un país eminentemente exportador de capital realizando una transferencia neta en los ochenta del orden del 2% de su PIB hacia el resto del

mundo, particularmente hacia Estados Unidos. Y como era de preverse, en la década de los noventa ha continuado con la misma tendencia, si bien con una escala menor en sus inicios, pero repuntando en 1992 y 1993, años en que la transferencia de recursos explicó alrededor del 2.4% y del 2.3% de su producto, respectivamente. Es evidente que por el papel que la oferta mundial de capitales ha llegado a ocupar en el horizonte del crecimiento económico, constituye actualmente un rasgo sobresaliente de la economía mundial y ha llegado a configurar una tendencia creciente que en conjunto con el crecimiento del comercio mundial, explica en buena medida el denominado proceso de globalización –internacionalización– de la economía mundial.

En otro extremo, la estrategia de desarrollo seguida por casi todas las economías subdesarrolladas, en la perspectiva de depender en demasía del ahorro externo conduce a plantear por un lado, el comportamiento general de los ingresos en el mundo y principalmente de la parte alícuota destinada a financiar el crecimiento y el desarrollo, tanto de las economías más grandes como de las menos desarrolladas. Desde el punto de vista de estas últimas, conviene evaluar el impacto de esa tendencia de los capitales a fluir así como también examinar los efectos favorables –si es que los hay– al crecimiento de sus economías y sus eventuales impactos adversos.

TRANSFERENCIA NETA DE CAPITAL PRIVADO DE LOS PAÍSES SUBDESARROLLADOS HACIA LOS PAÍSES DESARROLLADOS

La primera constatación que se revela es que los países subdesarrollados en el periodo que transcurre de 1983 a 1994 revelan un saldo neto promedio anual de 1.64 mil millones de dólares en sus transacciones totales de capital privado con los países desarrollados (ver cuadro 1), magnitud que evaluada en términos de la

Cuadro 1
Transferencia neta de recursos financieros privados
de los países en desarrollo importadores de capital
Saldo promedio anual
(miles de millones de dólares)
1983-1994

	<i>América Latina</i>	<i>Asia</i>	<i>África y África Subsahariana</i>	<i>Total de Países</i>
Inversión Extranjera Directa	29	8.1	-0.7	10.0
Prestamos privados en el Ex- terior a mediano y largo plazo	-14.3	0.7	-5.0	-15.0
Empréstitos a corto plazo y salidas de capital interno	2.0	2.8	-3.2	1.4
Donaciones Privadas	2.3	1.3	1.9	5.2
Transferencia neta total pri- vada	-7.0	12.8	-7.0	1.6

Fuente: World Economic and Social Survey 1994, 1995: Naciones Unidas.

Nota: El promedio total no es exactamente el promedio de los promedios regionales debido a que éste incluye el comportamiento de 15 países subdesarrollados que no están altamente endeudados.

satisfacción de las necesidades de recursos para alentar el proceso de crecimiento económico del conjunto de las economías menos desarrolladas, resulta altamente insuficiente y que en términos prácticos es como si la región no hubiera tenido acceso a los

recursos externos. Es interesante notar que este comportamiento que puede considerarse como el resultado de un esfuerzo de los países subdesarrollados de basar su crecimiento económico en gran medida en los recursos externos (como en el caso de México), de tal forma que si bien se registran elevados niveles de entrada de capitales a los países subdesarrollados (en sus diferentes formas), al mismo tiempo sus salidas son prácticamente del mismo nivel dejando la posición final de la región, desde el punto de vista contable, en la posición inicial, pero con fuertes modificaciones negativas en diversos aspectos de su estructura económica.

Por otra parte, descontado el caso de las economías emergentes (China y el Sudeste de Asia, principalmente), si se considera a las economías menos desarrolladas como un todo, no es difícil obtener una idea de fracaso en la estrategia de apertura de la región particularmente en el periodo que va de 1983 a 1994; esto es, se observa un débil crecimiento económico así como un grave proceso de declinación del ahorro interno que ha frenado en forma importante el desempeño "normal" de la vida social, política y económica. Sin embargo, el diagnóstico que debe hacerse sobre los aspectos que ocupan este trabajo no admite un esquema único de desempeño, puesto que las diferentes regiones que integran las economías menos desarrolladas han presentado conductas que van desde las que son consideradas exitosas hasta las que son un claro paradigma del fracaso.¹³

El comportamiento del movimiento de capitales para el conjunto de los países subdesarrollados presenta una estructura heterogénea en su interior, tanto en el saldo neto del resultado de la entrada y salida de capitales como por el tipo de capital que de manera preferente y diferenciada se dirige a las diferentes regiones.

¹³ *El caso particular de China, debe considerarse aparte en vista de que es un país que ha absorbido un porcentaje importante de los capitales externos. De paso debe recordarse que esta región es la más poblada del mundo, desarrollado o no.*

La región de Asia puede calificarse como demandante dinámica de capitales del exterior, de acuerdo a los importantes flujos de capital que anualmente se inyectan a algunos países de esta región, destacando la inversión extranjera directa como el tipo de capital de mayor participación. De acuerdo con el cuadro 1, Asia es la región que en forma permanente ha sido receptora neta de capitales externos, ya que en promedio entraron 12.8 mil millones de dólares al año entre 1983 y 1994. Sólo China ha absorbido el 25% de esta inversión, factor que ayuda a explicar el crecimiento económico importante de esta región en el periodo considerado. La elevada correlación entre la inversión extranjera directa y el crecimiento económico de la subregión es innegable, aunque interesa resaltar la relación causal del fenómeno; si la inversión extranjera es la que estimula el crecimiento, o bien si es el importante crecimiento económico el que estimula la entrada de capitales. En consecuencia, la discusión no es trivial cuando se plantea desde la perspectiva de las estrategias de desarrollo.

La situación de América Latina y África es completamente opuesta; ambas regiones se han visto inmersas en un proceso de transferencia de capitales privados hacia los países altamente desarrollados, en promedio enviaban respectivamente 7.04 y 6.99 miles de millones de dólares anuales entre 1983 y 1994. Para ambas regiones su inserción en los mercados internacionales de capital los ha involucrado en un proceso perverso; esto es, mientras han asistido a la entrada de elevados flujos de capital externo a sus economías, en simultáneo han tenido que enfrentar salidas de este factor superiores a las entradas, de tal forma que el resultado final las ha configurado como exportadoras de capital hacia los países desarrollados. En estas regiones son los préstamos en sus diferentes plazos la forma de flujo de capital a la que más han recurrido.

En América Latina la salida de capitales ha sido explicada por los pagos del servicio de la deuda, tanto como por concepto del principal, por los préstamos privados a mediano y largo plazo

(cuadro 1) por cuyo concepto han salido de la región 14.3 mil millones de dólares en promedio en los 12 años considerados. Por su parte, los flujos netos anuales correspondientes a la IED, a los préstamos de corto plazo, las salidas de capital interno así como a las donaciones privadas, representaron entradas a la región, pero su nivel no fue significativo –esto es, entre 2 y 3 mil millones de dólares–, por los que aun en forma conjunta han resultado insuficientes para contrarrestar la salida de capitales.

La situación de África respecto al acceso al capital privado externo ha sido muy desfavorable tanto porque, como ya se ha comentado arriba, es una región exportadora de capital a los países desarrollados, como por los bajos niveles con que se han presentado los flujos brutos de capital. Resulta muy ilustrativo que el único saldo neto positivo se haya presentado en el rubro correspondiente a donaciones privadas, alcanzando un valor en promedio anual de 1.9 mil millones de dólares y representa un monto muy pequeño para contrarrestar los saldos netos negativos que expresan los conceptos correspondientes a préstamos de mediano y largo plazo, las salidas de capital interno, así como la IED que en conjunto han significado una salida de capitales del orden de 8.9 miles de millones de dólares en promedio al año en el periodo de referencia. Es evidente que en vista del grado de atraso económico de esta región, el reflujo de capitales ha asumido una dimensión en extremo dramática.¹⁴

FLUJOS DE CAPITAL EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, POR TIPO DE CAPITAL Y REGIÓN SUBDESARROLLADA

El mercado internacional de capitales se ha caracterizado por canalizar flujos de capital de cierto tipo a determinadas regiones; por

¹⁴ Sólo basta recordar la situación del desastre económico, social y político en Ruanda en 1994.

ejemplo, la IED es la que ha tenido mayor incidencia en Asia otorgándole características específicas a la región en vista que este tipo de inversión actúa con expectativas de mediano y largo plazo. La situación opuesta se ha presentado para América Latina en donde el capital especulativo juega un papel más dinámico y que, por su misma naturaleza (actúa con expectativas de corto plazo), ha colocado a la región en una situación de elevada vulnerabilidad –demostrado de manera contundente en el caso de la crisis mexicana en diciembre de 1994. En tales circunstancias, resulta de interés examinar cada una de las expresiones de los flujos de capital, desde el punto de vista de la situación particular de las grandes regiones en que se circunscriben las economías menos desarrolladas y el papel que juegan en la tendencia a la globalización (internacionalización) del capital en sus diversas figuras.¹⁵

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

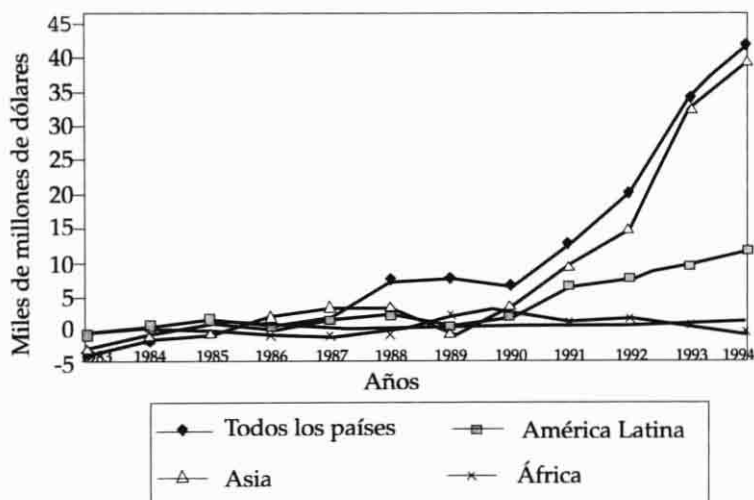
La inversión extranjera directa (IED), ha presentado la tendencia a concentrarse en los países altamente industrializados. En efecto, de acuerdo a la distribución geográfica del acervo de IED, para 1988 el 78.7 por ciento del total de la inversión extranjera directa se ubicaba en los países desarrollados y el restante 21.3 por ciento dentro de las fronteras de los países en desarrollo.¹⁶

¹⁵ *La connotación conferida a los flujos de capital en este trabajo deriva en esencia de las tesis de K. Marx en las secciones cuarta y quinta del libro tercero de El Capital, pp. 343-431 y pp. 433-571; Tomos 6 y 7 (México: Siglo XXI).*

¹⁶ *Cfr. Keith Griffin (1989), Alternative Strategies for Economic Development (New York: St. Martin's Press en asociación con OECD Development Centre); también del mismo autor, Regulating World Markets in a Liberal Global Economy (1994a), Working Papers in Economics (California: University of California, Riverside/Departamento de Economía).*

La IED localizada en los países en desarrollo ha tenido gran incidencia en las economías de la región pues ha representado un importante medio para la transferencia de nuevas tecnologías. En el periodo que va de 1983 a 1994 el flujo neto de IED promedio anual hacia los países subdesarrollados fue de 10 mil millones de dólares, pero en el periodo se observa una clara tendencia cambiante y proclive a aumentar la entrada de este tipo de inversión a un ritmo acelerado, tal y como lo demuestra su tránsito desde una posición deficitaria a otra de montos de inversión muy considerables (ver gráfica 1). A contrapunto, en dos años consecutivos, al comenzar la década pasada (1983 y 1984) se presenta una salida neta de este tipo de capital en el conjunto de las economías menos desarrolladas, hasta que en el año 1987 se inicia un claro vuelco en la tendencia que desde entonces comenzaba arrojar saldos positivos

Gráfica 1
Inversión extranjera directa en los
países en desarrollo



Fuente: World Economic and Social Survey 1994, 1995. Naciones Unidas.

con características de crecimiento constante y sostenido; de tal suerte que para 1994 el saldo había sido considerablemente alto, al alcanzar el valor de 40.5 mil millones de dólares.

Sin embargo, Asia es la región que prácticamente define la tendencia de la IED en el conjunto de las economías emergentes y por supuesto se aleja de los demás países subdesarrollados. Es meridiano (en la gráfica de arriba) que en esta región el dinamismo de la IED ha sido sorprendente, en virtud de que a partir de 1986 se inicia un crecimiento muy acelerado, que para 1994 explicaba un saldo neto de 38.5 mil millones de dólares. En el conjunto de la región asiática el promedio anual de entradas de IED entre 1983 y 1994 había alcanzado el nivel de 8.5 mil millones de dólares, cifra que ha traducido una muy importante inyección de recursos, acorde con las necesidades de crecimiento económico de la región.¹⁷ De hecho en la geografía económica, sin duda, es la única región de las economías menos desarrolladas que ha presentado un crecimiento importante en los años de referencia, hecho que *per se* explica en gran parte el interés de los capitales extranjeros en participar de las inversiones en ese espacio geográfico.¹⁸

En América Latina y África es evidente que la entrada de la IED ha estado muy lejos de adoptar la importancia que ha tenido en Asia. Sin embargo, y no debiera consolar a nadie, es América

¹⁷ Cfr. Barbara Stallings (Editor; 1995), *Global Change, Regional Response; The New International Context of Development* (Cambridge: Cambridge University Press), capítulo 1, pp. 1-30.

¹⁸ De hecho, ésta es la única región que dibuja en términos más aproximados los resultados concebidos por la teoría que predica que la expansión irrestricta (no regulada, si se prefiere) del capital tiene efectos favorables en las economías en donde éste se "asienta". Véase N. Gregory Mankiw (1995), *The Growth of Nations; Brookings Papers on Economic Activity*, Núm. 1 (Washington, D.C.: Brookings Institutos), pp. 275-325.

Latina el espacio económico que presenta un saldo neto promedio positivo en términos de la IED que logra 2.9 mil millones de dólares en el periodo de referencia; esto es nada en referencia con las economías asiáticas. Ahora bien, de 1983 a 1987 el saldo neto promedio anual fue realmente insignificante (125 millones de dólares), en tanto el flujo de inversión extranjera bruta era similar a la salida de los dividendos por este concepto. Sin embargo, en lo que toca a la economía mexicana, como se sabe de 1983 a 1986 el saldo neto fue negativo, hecho que reflejaba la crisis financiera y de pagos que enfrentó a partir de 1982. Esas circunstancias sólo se modificaron a partir de 1991 y no lograron avanzar más allá de 1994, periodo en que el saldo neto de inversión extranjera pasa de 5.3 a 10.1 mil millones de dólares. Dicho sea de paso, el saldo creciente y positivo se debía en gran medida al arribo de capitales del exterior bajo la forma de IED que tendía a adoptar un comportamiento perenne, en vista de que la salida neta de las ganancias al país de origen del capital mostraba una muy lenta fuga durante toda la fase que se trata.¹⁹

En el otro extremo de la línea divisoria que distribuye economías privilegiadas, favorecidas a medias y "olvidadas" por la IED se halla África, que en su conjunto no sólo no ha sido receptora importante de ese tipo de capital, sino que por el contrario, los capitales "visitantes" de la región han optado por abandonarla para hallar de nuevo refugio en las economías más desarrolladas, a un ritmo promedio anual de 200 millones de dólares. Este comportamiento es suficiente muestra del insignificante interés de los capitales extranjeros en dirigirse a esta región; excepción hecha, claro está, de la expoliación desde antaño de las minas de oro y de

¹⁹ Cfr. Percy S. Mistry (1989), *Financing Development in the 1990s.*, pp. 98-141; en Robert J. Berg y David F. Gordon (Editores), *Cooperation for International Development* (Boulder & London: Lynne Rienner Publishers).

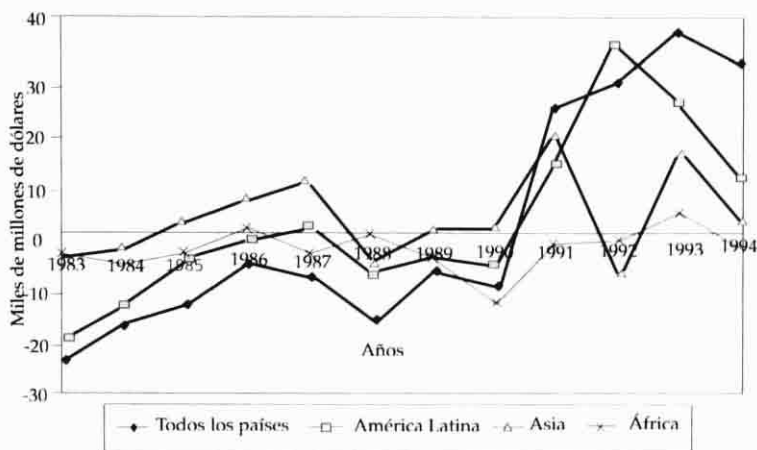
diamantes a través de formas deleznables de sometimiento de la paupérrima fuerza laboral.²⁰

TRANSFERENCIAS MEDIANTE EMPRÉSTITOS DE CORTO PLAZO Y SALIDAS DE CAPITAL INTERNO

Mejor conocido como “capital golondrino” (capital-flight) en razón de que su principal objetivo es obtener ganancias de corto plazo con base en la especulación financiera, este tipo de capital ha encontrado campo fértil para su crecimiento en casi todos los países subdesarrollados, puesto que sus movimientos (además de sus montos) han alcanzado niveles considerables. Desde el punto de vista del comportamiento del conjunto de países menos desarrollados (ver gráfica 2), claramente se han presentado dos momentos; el primero corre desde 1983 hasta 1990 y se caracteriza por un embate especulativo sobre la región en el que México juega un papel de primordial importancia en su contribución al saldo neto promedio anual negativo del conjunto de las economías del subcontinente, explicando una cantidad de 12.6 mil millones de dólares anuales. El segundo momento, no menos interesante, que atraviesa de 1991 a 1994 se caracteriza por la entrada masiva de este tipo capital a la región, logrando un saldo neto promedio anual de 29.5 mil millones de dólares. En consideración a este comporta-

²⁰ Y sin duda alguna, todo sometimiento es una forma absolutamente deleznable. Véase Gerd Junne (1991), *South Africa: Apartheid and International Indebtedness*, pp. 212-217, en Elmar Altvater et al., *The Poverty of Nations* (London & New Jersey: Zed Books Ltd.). También Charles Harvey (1994), *La Recuperación del Desastre Macroeconómico en el África Subsahariana*, pp. 175-210, en Christopher Colclough y James Manor (Compiladores), *¿Estados o Mercados?, El Neoliberalismo y el Debate sobre las Políticas de Desarrollo* (México: Fondo de Cultura Económica/Economía Contemporánea).

Gráfica 2
Empréstitos a corto plazo y salidas de capital interno
de los países en desarrollo



Fuente: *World Economic and Social Survey 1994, 1995. Naciones Unidas.*

miento de alto contraste durante todo el periodo, el saldo neto promedio anual se expresa en la cifra de 1.43 mil millones de dólares.

Desde luego, el ámbito natural del así llamado "capital-flight" ha sido América Latina (y por obvio que parezca, conviene subrayar que no ha sido Asia elegida en este caso) y prácticamente esta región es la que explica el comportamiento del flujo total de estos capitales, en el contexto de los países subdesarrollados.²¹ En efecto, es de hecho América Latina la que explica el comportamiento del conjunto de los países subdesarrollados (ver gráfica 2). En el periodo comprendido entre 1983 y 1990 el saldo promedio anual de esos

²¹ Véase Manfred Nitsch (1991), *The Management of International Monetary and Financial Relations*, pp. 16-25, en, Elmar, Altvater et al., *op. cit.*

capitales había adquirido signo negativo al llegar al nivel de 6.7 mil millones de dólares; de 1991 en adelante el saldo promedio anual alcanzaba la cifra positiva de 19.6 mil millones de dólares. En suma, el saldo promedio anual en todo el periodo fue de 2 mil millones de dólares, cifra muy baja pero comprensible, supuesto el comportamiento opuesto que caracteriza el movimiento de ese tipo de capital. Que esta forma de capital especulativo haya tenido y tenga en la actualidad presencia en las economías menos desarrolladas y principalmente en América Latina ha implicado fuertes reveses a su proceso de desarrollo económico al grado que en ocasiones ha provocado y otras más ha agravado los momentos de crisis de su estructura económica. El ejemplo *par excellence* ha correspondido a la economía mexicana en 1982 y en la grave crisis que se enfrenta desde 1994 a la fecha actual. El impacto que el "capital-flight" ha tenido sobre el conjunto de las economías en el subcontinente ha sido desestabilizador en la medida en que presiona sobre los tipos de cambio, con impactos colaterales sobre el conjunto de las economías. La acción de ese tipo de capital tanto nacional como extranjero, dista mucho de contribuir al desarrollo económico de los países con menor desarrollo y es el tipo de capital que de manera urgente requeriría de regulación y restricciones precisas.

La parte alícuota de Asia referida a los créditos a corto plazo y la salida de capitales "internos" han sido más bien moderados. Comparada con América Latina, únicamente en 1991 se presenta un saldo positivo e inusualmente elevado, alcanzando la cifra de 17 mil millones de dólares. Excepción hecha en este punto, en todos los años restantes del periodo del comportamiento general ha sido de saldos tanto negativos como positivos que han oscilado entre los -9.4 y 13.8 mil millones de dólares, de tal suerte que al compensarse arrojan por resultado un saldo neto promedio anual de 2.8 mil millones de dólares en todo el periodo de referencia. De hecho este capital volátil, como es de suponerse, no ha jugado un papel

relevante en la estrategia de desarrollo en la región asiática. Por otra parte, dicho sea de paso, en este tipo de movimiento de capitales África también es un exportador, su comportamiento es constante al presentar saldos netos de promedio anual negativos de 3.2 mil millones de dólares.

PRÉSTAMOS PRIVADOS DEL EXTERIOR DE MEDIANO Y LARGO PLAZO

En la década de los ochenta y en el tramo avanzado de los noventa, muchos países subdesarrollados han apostado en fundar su estrategia de desarrollo con base en el ahorro externo privado, en particular los gobiernos y el sector privado de países de América Latina se han dirigido a los bancos comerciales privados externos, extendiendo solicitudes por elevados montos de créditos de mediano y largo plazo. Sin embargo, estos ingresos recibidos se han visto rebasados por los egresos que se han tenido que desembolsar para el pago de amortizaciones e intereses por concepto de esa deuda.²²

En el periodo que comprende los 12 años de estudio de este trabajo, el flujo neto promedio anual del conjunto de economías menos desarrolladas, este tipo de préstamos ha sido negativo en 15 mil millones de dólares. Este saldo se explica por la entrada de créditos frescos que ha sido rebasada por los flujos hacia afuera destinados al pago de los intereses correspondientes, y a las amortizaciones de capital. Como se muestra en el cuadro 2, el flujo promedio anual de créditos frescos hacia los países subdesarrollados fue de 18 mil millones de dólares, cifra muy inferior a los 33 mil millones de dólares que en promedio salen al año de la región

²² Véase Linda Y.C. Lim (1989), *The Impact of Changes in the World Economy on Developing Countries*, pp. 21-47 en Robert J. Berg y David F. Gordon (editores), op. cit.

Cuadro 2

Saldo promedio anual de los flujos de capital externo privado a los países subdesarrollados por créditos privados de mediano y largo plazo (miles de millones de dólares)

1983-1994	
Flujo de crédito neto	18.0
Intereses Pagados	-33.0
Transferencia Neta	-15.0

Fuente: World Economic and Social Survey 1994, 1995. Naciones Unidas

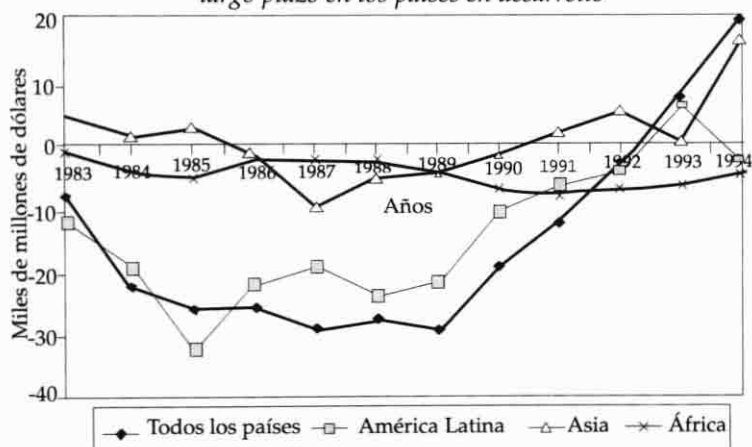
únicamente por concepto de pago de intereses sobre la deuda contratada.²³

Los problemas de pago de la deuda externa (ver la gráfica 3) se presentan prácticamente en todo el periodo pues a excepción de 1993 y 1994, la salida de recursos por este concepto es una constante, agravada por el hecho de que los montos de recursos netos que anualmente salen hacia los países desarrollados presentan niveles que oscilan de un mínimo de 3.7 a un máximo de 30 mil millones de dólares. El comportamiento de América Latina simple y llanamente explica lo que sucede en el mundo menos desarrollado, en vista de que su transferencia neta de recursos por concepto de empréstitos en el exterior a mediano y largo plazo se expresa en los 14.3 mil millones de dólares, que representan prácticamente el total de la transferencia desde las economías subdesarrollados hacia los

²³ Más sobre este punto en Julio López G. (1993), *Transferencias Externas, Ajuste Interno y Potencial de Crecimiento*, pp. 147-175, en Jaime Ros (compilador), *La Edad de Plomo del Desarrollo Latinoamericano*, Lecturas núm. 77 (México: Fondo de Cultura Económica/Instituto Latinoamericano de Estudios Transnacionales).

países desarrollados. Adicional a esta situación (ver gráfica 3), se observa que el comportamiento de ambas curvas es muy similar hasta 1993. En este último año se presenta un inesperado saldo positivo con un valor de 5.4 mil millones de dólares, siendo que lo comúnmente esperado sean los saldos negativos que particularmente en 1985 alcanzan el nivel de registro histórico de alrededor de 32.3 mil millones de dólares, hecho que se reflejó en la baja de la actividad económica en ese año. El comportamiento de las curvas sugiere que a partir de 1994, es Asia quien asume el papel de determinar el comportamiento del conjunto de las economías de menor desarrollo, en vista de que ambas curvas presentan comportamientos en la misma dirección al dibujar ambas la conducta de los ingresos netos.

Gráfica 3
Préstamos privados en el exterior a mediano y largo plazo en los países en desarrollo



Fuente: World Economic and Social Survey 1994, 1995. Naciones Unidas.

Nota: África **no** participa en forma importante en este tipo de movimiento de capitales, presenta un saldo neto negativo de 5 mil millones de dólares.

DONACIONES PRIVADAS

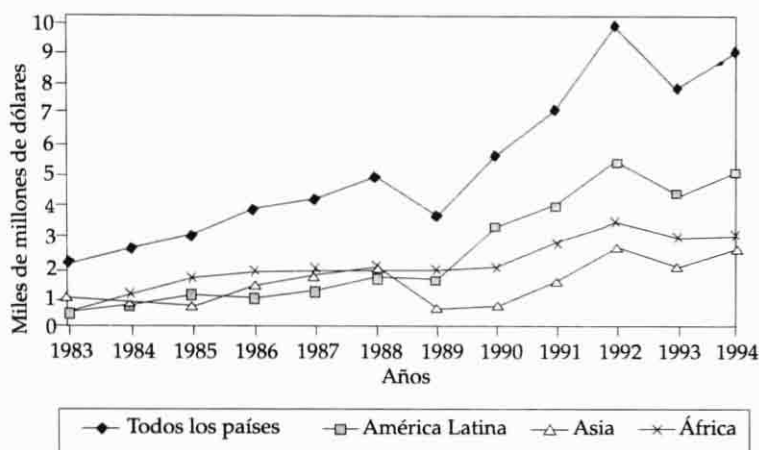
El saldo neto positivo de las diferentes formas de inversión extranjera en toda la región se ha visto complementado con la entrada de donaciones privadas, que en promedio anual resultaron de 5.2 mil millones de dólares en el periodo considerado. Este flujo (ver gráfica 4) se había incrementado a medida que avanzaba el periodo, de tal suerte que para el año que marca el inicio del periodo (1983) las donaciones alcanzaron el nivel de 2.1 mil millones de dólares y para el año final del periodo (1994), explicaban el valor de 8.7 mil millones de dólares. Es un hecho evidente que las transferencias privadas a los países subdesarrollados no han sido significativas y que los montos transferidos no ayudan más que de forma marginal a compensar los extraordinarios montos de capitales que salen de la región.²⁴

En América Latina el promedio de las donaciones privadas ha sido de 2.3 mil millones de dólares, siendo 1987 el año a partir del cual este flujo alcanza valores de un mil millones de dólares y que en algunos años alcanza el nivel de cinco mil millones de dólares. En África como en Asia se han realizado transferencias en montos ligeramente inferiores, siendo para ambas regiones del orden de 1.9 y 1.3 mil millones de dólares promedio anual, respectivamente.²⁵

²⁴ Sarah J. Tisch & Michael B. Wallace (1994), *Dilemmas of Development Assistance* (Boulder, San Francisco, Oxford: Westview Press).

²⁵ Véase Keith Griffin (1994b), *Globalization and Development Cooperation: A Reformer's Agenda*, Working Papers in Economics (California: University of California, Riverside/Departamento de Economía).

Gráfica 4
Donaciones privadas en los países en desarrollo



Fuente: World Economic and Social Survey 1994, 1995. Naciones Unidas.

EPÍLOGO

La conformación de mercados de capital privado a nivel mundial, es una de las características más sobresalientes del proceso de globalización de la economía mundial. Los flujos de capital en la economía mundial han alcanzado niveles impresionantes, a tal punto que rebasan en mucho los niveles de las reservas monetarias de los países más desarrollados. En este proceso se han inscrito los países subdesarrollados, quienes han visto en este fenómeno la posibilidad de obtener recursos financieros para sus procesos de desarrollo, que de otra forma no tendrían. Desde la década de los setenta los países en desarrollo han accedido a los recursos externos pero es en la década de los noventa en donde básicamente han recurrido a los capitales privados, en aparente coherencia con la importancia que estos capitales han cobrado en el contexto de la

economía mundial. El año de 1993 marca el punto en donde las regiones de economías menos desarrolladas alcanza los niveles más altos, y luego de este punto sugiere una clara disminución hasta la actualidad.

En general el acceso a los mercados de capital privado, considerando al conjunto de los países subdesarrollados en el periodo 1983 a 1994, ha dejado a la región prácticamente en su condición inicial, mientras el saldo neto promedio anual en términos de movimiento de capitales ha sido de sólo 1.64 mil millones de dólares anuales. Sin embargo, el caso de América Latina indica que ha sido un punto de fuga de capital hacia los países desarrollados, inscribiéndose en un círculo vicioso que consiste en demandar recursos del exterior para poder continuar cumpliendo con sus obligaciones con el exterior; menudo negocio. Por su parte, el caso de Asia muestra un comportamiento opuesto al ser eminentemente receptora neta de capitales y con una participación más alta de inversión extranjera directa, lo que le ha permitido una estrategia de desarrollo sin duda exitosa.

La tendencia en la que se han inscrito las economías menos desarrolladas en la recepción de flujos de capital de los países desarrollados, parece enfrentarse a un contexto diferente a partir de 1995, contrastando con el comportamiento del primer quinquenio de la década de los noventa que se ha caracterizado por el aumento y expansión de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Esta situación que se traduce en una aguda competencia por los recursos financieros tiene importantes implicaciones en vista que obstaculiza el movimiento centrífugo del capital, limitando la entrada de capitales hacia los países subdesarrollados, principalmente en términos de la IED y sitúa a otras economías, las denominadas economías en transición en Europa del Este, en la posibilidad de que no sólo sea América Latina la región subdesarrollada que enfrenta un saldo neto negativo en los flujos de capital con el exterior.

La continuación de la recepción de recursos por parte de las economías menos desarrolladas (provenientes de los países desarrollados) se presenta en escenarios diferentes para las diversas regiones, o incluso para países específicos. Sin embargo, las diferentes particularidades se enmarcan dentro de la tendencia general determinada por el movimiento cíclico de los países desarrollados, particularmente en la fase de recomposición de su ciclo industrial que ha estimulado el traslado de capitales, a los países subdesarrollados, pero en la medida en que ese tránsito ha significado el desarrollo de nuevas tecnologías así como de nuevos materiales, las economías desarrolladas han modificado con mayor claridad que en la década pasada la dirección de sus capitales para mostrar una nítida preferencia a invertir en otros países desarrollados.²⁶ Variables como la reactivación de la actividad de los países industrializados, y el alza en las tasas de interés estimulan a los capitales a fluir entre los propios países industrializados.

Las economías subdesarrolladas a donde preferentemente se habían dirigido los capitales se caracterizan por la aplicación de estrategias de desarrollo centradas en la apertura irrestricta de la economía, con su consiguiente declaratoria liberalizadora del comercio internacional y el derrumbe de toda reglamentación de entrada y salida libre de capitales, entre otras medidas. Naturalmente, esta es la política seguida por el gobierno mexicano cuyo mérito principal ha sido llevar al abismo el esfuerzo social de varias

²⁶ John Praveen, economista de Merrill Lynch ha observado que el explosivo crecimiento de algunas de las economías menos desarrolladas como Indonesia, Malasia y Filipinas incrementarán la demanda de capital en los próximos años. Praveen calcula que a nivel mundial, la demanda de capital sobrepasará la oferta por un monto equivalente a los 110 billones este año (1996) y en 115 billones de dólares en 1997; un incremento de casi dos tercios de la demanda de 1995. Este solo hecho sería suficiente para enviar al cielo las tasas de interés real. Financial Times (1996), enero 7.

generaciones. La creciente integración de los países en desarrollo al mercado global de capitales ha dado como resultado, que las economías menos desarrolladas sean vulnerables a los cambios en las economías desarrolladas o en los principales mercados internacionales de capitales y/o relacionados con el comportamiento de los tipos de cambio.

La evaluación de si el acceso a este recurso ha sido favorable o desfavorable para las economías en desarrollo no resulta ser una cuestión simple, pero lo cierto es que encierra una diversidad de resultados. Desde un punto de vista general se observa que las diferentes regiones subdesarrolladas se han visto influenciadas de manera diferente por el acceso al capital privado externo. Por ejemplo, en el caso de la región de Asia se asiste a un crecimiento constante de la región, al mismo tiempo que se testimonia una entrada neta de capitales del exterior. Otra conducta que es válida para América Latina, es en la que se presenta un panorama totalmente pesimista que se ha expresado en un estancamiento de la región en la década de los ochenta y una muy leve recuperación en lo que va de los noventa, al mismo tiempo que el saldo neto de capitales privados indica una salida con rumbo a los países desarrollados. De la región Africana ni siquiera puede hacerse comentarios relevantes puesto que no ha sido participe de ese proceso.

En tales condiciones, pareciera que se dan dos situaciones opuestas; una de relativo éxito como es el caso de Asia y otra de un claro fracaso como es el caso de América Latina. En la explicación de este comportamiento diferenciado se sugiere la importancia que tiene el tipo de capital que actúa en dichas regiones. En efecto, la actuación de la IED ha sido clave para ligarse a la estrategia de desarrollo seguida en los principales países asiáticos puesto que los capitales especulativos en esta región no han encontrado campo fértil para sus operaciones. En esta región su estrategia de desarrollo ha consistido en conferir diversos gradientes al tipo de capitales a los que ha recurrido, implantando controles que han permitido

canalizar el tipo de ahorro externo más adecuado para sus planes de desarrollo económico interno. No ha sido desde luego el caso de América Latina que ha tenido que echar mano de los préstamos de mediano y largo plazos en la década de los ochenta, conduciendo al conjunto de las economías a sobrellevar la pesada carga que constituyen los pagos de los intereses y del principal en la década de los noventa, hecho que explica en gran medida que la región sea exportadora de capitales a los países desarrollados. Por si no fuera suficiente, a esto se ha sumado la avalancha de capitales de corto plazo que, en la década de los noventa, ha llevado a la región a presentar una elevada vulnerabilidad ante los embates de los capitales especulativos.

La situación de las economías menos desarrolladas conduce a plantear un conjunto de reflexiones referidas a la estrategia de desarrollo, seguida por las economías en un contexto de apertura irrestricta de los mercados tanto de mercancías como de capitales. En lo que se refiere a la necesidad de echar mano al expediente del ahorro externo, una posibilidad —entre otras— que debe practicarse es que no sean recursos especulativos, sino más bien que sean capitales con interés de largo plazo, como es el caso de la inversión extranjera directa. Sin embargo, esto conduce a la idea de regular los movimientos de capitales en una fase de la historia en donde parece estar de moda la eliminación de cualquier tipo de regulación, con los resultados negativos a la vista. Para América Latina es de primordial importancia depender cada vez menos de los capitales especulativos, por lo que resulta interesante reflexionar sobre las restricciones a determinados tipos de capital, o bien a una política de estímulos diferenciados que permitan desalentar la entrada de capitales especulativos.

REFERENCIAS

- Altwater, Elmar et al., *The Poverty of Nations*, London & New Jersey, Zed Books Ltd.
- Berg, Robert J. y David F. Gordon (Eds.), *Cooperation for International Development*, Boulder & London: Lynne Rienner Publishers, 1989.
- Berti, Lapo y Andrea Fumagalli, *L'antiEuropa delle Monete*, Roma, Manifestolibri, 1993.
- Colclough, Christopher y James Manor (Comps.), *¿Estados o Mercados?, El Neoliberalismo y el Debate sobre las Políticas de Desarrollo*, México, Fondo de Cultura Económica/Economía Contemporánea, 1994.
- Corbo, Vittorio y Jaime de Melo, *Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America*, número especial de la revista *World Development*, vol. 13, núm. 8, agosto, 1985.
- Dymski, Gary A., Gerald Epstein, Robert Pollin (Eds.), *Transforming the U.S. Financial System; Equity and Efficiency for the 21st Century*, New York: M.E. Sharpe, Inc., 1993.
- Financial Times, enero 7, 1996.
- Folkers-Landau, David & Ito Takatoshio, *International Capital Markets; Developments, Prospects and Policy Issues*, Washington D.C., International Monetary Fund, agosto, 1995.
- Goicoechea, Julio F., "Evolución Reciente del Sector Externo Mexicano", *Comercio Exterior*, vol. 46, núm. 2, México, febrero de 1996.

Griffin, Keith, *Alternative Strategies for Economic Development*, New York, St. Martin's Press en asociación con OECD Development Centre, 1989.

——— and Azizur Rahman Khan, *Globalization and the Developing World*, Ginebra, Instituto de Investigaciones de Naciones Unidas para el Desarrollo Social, 1992.

———, *Regulating World Markets in a Liberal Global Economy (1994a)*, *Working Papers in Economics*, California: University of California, Riverside/Departamento de Economía, 1994a.

———, *Globalization and Development Cooperation: A Reformer's Agenda*, *Working Papers in Economics* California, University of California, Riverside/Departamento de Economía), 1994b.

———, *Global Prospects for Development and Human Security*, *Working Papers in Economics*, California, University of California, Riverside/Departamento de Economía), 1994c.

Harvey, Charles (1994), *La Recuperación del Desastre Macroeconómico en el África Subsahariana*, en Christopher Colclough y James Manor (Comps.).

Hellyer, Paul, *Surviving the Global Financial Crisis*, Toronto, Chimo Media, 1996.

Kindleberger, Charles P., *International Capital Movements*, Cambridge, Cambridge, University Press, 1987.

Kolb, Robert W., *Inversiones*, México, Limusa, 1993.

- Lim, Linda Y.C., *The Impact of Changes in the World Economy on Developing Countries*, en Robert J. Berg y David F. Gordon (Eds.), 1989.
- López G., Julio, *Transferencias Externas, Ajuste Interno y Potencial de Crecimiento*, en Jaime Ros (comp.), 1993.
- Mankiw, N. Gregory, *The Growth of Nations*, Brookings Papers on Economic Activity, núm. 1, Washington, D.C., Brookings Institutions, 1995.
- Michael, Mussa, et al., *Improving the Internacional Monetary System; Constraints and Possibilities*, Washington D. C., Fondo Monetario Internacional, diciembre, 1994.
- Mistry, Percy S., *Financing Development in the 1990s.*, pp. 98-141; en Robert J. Berg y David F. Gordon (Eds.), 1989.
- Naciones Unidas, *World Economic and Social Survey*, New York, Naciones Unidas, 1994-1995.
- Nitsch, Manfred, (1991), *The Management of International Monetary and Financial Relations*, pp. 16-25, en Elmar Altvater, et al.
- Ohmae, Kenich, *The End of the Nation State; The Rise of Regional Economies*, New York, Simon & Schuster, Inc.), 1996.
- Revista Comercio Exterior, *Flujos de Capital y Mercados Emergentes I*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, S.N.C., vol. 45, núm. 12, diciembre, 1995.
- Ros, Jaime, *Free Trade Area or Common Capital Market ? Notes on Mexico-US Economic Integration and Current NAFTA Negotiations*,

Journal of Interamerican Studies and World Affairs, vol. 34, núm. 2, verano, 1992.

——— (comp.), *La Edad de Plomo del Desarrollo Latinoamericano*, Lecturas núm. 77, México, Fondo de Cultura Económica/Instituto Latinoamericano de Estudios Transnacionales, 1993.

Souza, Anthony R. de, Frederick P. Stutz, *The World Economy; Resources, Location, Trade and Development*, Toronto, Maxwell McMillan, 1994.

Stallings, Barbara (Ed.), *Global Change, Regional Response; The New International Context of Development*, Cambridge, Cambridge University Press, 1995.

Teitel, Simón (Ed.), *Towards a New Development Strategy for Latin America*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo/ The John Hopkins University Press, 1992.

The Economist, diciembre 23, - enero 5, 1995-1996.

Tisch, Sarah J. & Michael B. Wallace, *Dilemmas of Development Assistance*, Boulder, San Francisco, Oxford, Westview Press, 1994.

World Bank, *World Development Report*, Oxford, Oxford University Press, 1991-1994.

Anexo

Cuadro 1
Inversión extranjera directa de los países en desarrollo 1983-1994
 (En miles de millones de dólares)

1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Saldo Promedio Anual
-3.2	-1.5	0.6	-0.1	1.5	6.8	6.9	5.5	11.6	18.8	32.8	40.5	10.0
-0.4	0.4	1.1	-0.6	1.1	0.3	0.3	0.8	5.3	6.4	8.2	10.1	2.9
-2.6	-0.7	-0.6	1.7	2.6	-0.8	-0.8	2.6	8.5	13.9	31.2	38.1	8.1
-0.5	-0.2	-0.1	-1.1	-1.3	1.3	1.3	1.9	0.1	0.5	-0.5	-2.1	-0.2

Fuente: *Mundial 1994 y 1995, New York, 1994, 1995.*

Cuadro 2
Empréstitos a corto plazo y salidas de capital interno de los países en desarrollo 1983-1994
 (En miles de millones de dólares)

1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Saldo Promedio Anual
-22.9	-16.5	-12.8	-5.3	-8.1	-16.9	-7.5	-10.9	23.2	27.6	36.8	30.5	1.4
-18.9	-12.6	-3.8	-0.9	1.7	-7.7	-4.6	-7.1	12.4	34.8	23.5	7.9	2.1
-3.5	-1.6	3.5	7.0	10.6	-5.6	0.3	0.4	17.7	-9.4	13.8	0.5	2.8
-2.3	-4.4	-2.8	1.7	-3.8	0.0	-5.3	-14.0	-2.9	-2.5	2.4	-4.9	-3.2

Fuente: *Mundial 1994 y 1995, New York, 1994, 1995.*

Cuadro 3
Préstamos privados en el exterior a mediano y largo plazo de los países en desarrollo 1983-1994
 (En miles de millones de dólares)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Saldo Promedio Anual
Todos los países	-7.8	-22.0	-26.0	-25.7	-29.5	-28.1	-30.1	-19.8	-13.0	-3.7	6.6	19.1	-15.0
América Latina	-11.6	-19.1	-32.3	-22.2	-19.0	-24.4	-22.3	-11.1	-7.1	-5.1	5.4	-3.1	-14.3
Asia	5.4	2.0	3.1	3.1	-10.0	-5.5	-5.2	-2.0	1.0	4.6	-0.1	15.8	0.7
África	-0.9	-3.5	-5.0	-5.0	-2.7	-2.8	-4.7	-7.8	-8.6	-8.0	-7.6	-5.9	-5.0

Fuente: Estudio Económico y Social Mundial 1994 y 1995, New York, 1994, 1995.

Cuadro 4
Donaciones privadas de los países en desarrollo 1983-1994

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Saldo Promedio Anual
Todos los países	2.1	2.6	3.0	3.8	4.8	4.1	3.5	5.4	6.9	9.7	7.5	8.7	5.2
América Latina	0.5	0.7	1.0	0.9	1.5	1.1	1.4	3.1	3.8	5.2	4.1	4.8	2.3
Asia	1.0	0.8	0.7	1.3	1.8	1.6	0.4	0.5	1.3	2.4	1.7	2.3	1.3
África	0.5	1.0	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	2.5	3.2	2.6	2.7	1.9

Fuente: Estudio Económico y Social Mundial 1994 y 1995, New York, 1994, 1995.

Cuadro 5
Transferencia neta total privada de los países en desarrollo 1993-1994
 (En miles de millones de dólares)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Saldo Promedio Anual
Todos los países	-31.8	-37.4	-35.2	-27.3	-32.0	-33.4	-27.2	-19.8	28.7	52.4	83.7	98.8	1.6
América Latina	-30.4	-30.6	-34	-22.8	-15.1	-28.7	-25.2	-14.3	14.4	41.3	41.2	19.7	-7.0
Asia	0.3	0.5	6.7	9.0	4.8	-6.4	-5.3	1.5	28.5	11.5	46.6	56.7	12.9
África	-3.2	-8.9	-6.3	0.2	-6.0	-1.8	-7.0	-21.9	-8.9	-6.8	-3.1	-10.2	-7.0

Fuente: Estudio Económico y Social Mundial 1994 y 1995, New York, 1994, 1995.

Un análisis de largo plazo de la demanda de dinero y la inflación en México: 1925-1994

*Luis Miguel Galindo P.**

SINOPSIS

EL OBJETIVO de este ensayo es analizar la demanda de dinero en México y su relación con el nivel de ingreso y la tasa de inflación para el período 1925-1994. Los resultados obtenidos indican que existe una relación estable de largo plazo entre estas variables, que puede interpretarse como una función de demanda de dinero. La tasa de inflación es exógena débil con respecto a la demanda de saldos reales. Con base en estos resultados es posible especificar un modelo econométrico final relativamente estable de demanda de dinero. La estabilidad de los parámetros, sugiere la presencia del supuesto de exogeneidad fuerte que la relación de largo plazo entre los saldos reales y la tasa de inflación debe interpretarse como una función de demanda de dinero y no como una ecuación de precios. Esto es, la ecuación de demanda de dinero no puede invertirse para utilizarse como una ecuación de precios estable. Ello indica que el

** Profesor-investigador de la Facultad de Economía de la UNAM.*

aumento de los saldos monetarios no conduce unívocamente a un aumento de la tasa de inflación.

INTRODUCCIÓN

La demanda de dinero es un tema fundamental en la teoría económica contemporánea y en el análisis económico aplicado. La existencia de una demanda de dinero estable y bien comportada tiene importantes consecuencias para efectos de política económica y representa un elemento fundamental para la determinación de los precios, las variables en términos nominales y el tipo de cambio (Cuthbertson, 1985; Judd y Scadding, 1982; Laidler, 1977 y Goodhart, 1975).

En la literatura monetaria y financiera, la demanda de dinero es ciertamente uno de los temas más estudiados (Judd y Scadding, 1982 y Goldfeld y Sichel, 1990). Uno de los temas más polémicos es la relación entre la cantidad de dinero y la tasa de inflación en una economía (Friedman y Schwartz, 1963 y Friedman, 1956; Cagan, 1956 y Hendry y Ericsson 1991). Este debate incluye dos grandes líneas estratégicas. En primer lugar, la existencia de una relación estable entre ambas variables y en segundo lugar, la relación de causalidad que se establece. Este trabajo pretende analizar este debate tomando como referencia el caso de México.

El trabajo se divide en tres secciones. En la primera sección se incluye el marco teórico del trabajo. En la segunda se presentan los principales resultados del trabajo. Para la tercera se presentan las conclusiones y algunos comentarios generales.

MARCO TEÓRICO GENERAL

La demanda de dinero es básicamente función de tres conjuntos de factores conocidos como la restricción presupuestal o variable

de escala, los costos de oportunidad y los cambios institucionales (Judd y Scadding, 1982; Goodhart, 1975; Laidler, 1977; Cuthbertson, 1985 y Cuthbertson y Barlow, 1991). La demanda de dinero en el largo plazo puede especificarse como (Goldfeld 1989):

$$m_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 R_t + \beta_3 p_t + \beta_4 \Delta p_t + u_t \quad (1)$$

donde m_t es el logaritmo de algún agregado monetario, y_t es el logaritmo del producto interno bruto, R_t es la tasa de interés correspondiente, p_t es el logaritmo del nivel de precios y Δp_t es la tasa de inflación.

El análisis económico aplicado supone que la elasticidad ingreso de la demanda de dinero es positiva $\beta_1 > 0$. Por su parte, la tasa de interés de otros activos, entendida como costos de oportunidad, tienen una relación inversa con la demanda de dinero $\beta_2 < 0$. Asimismo, la tasa de interés devengada por el mismo agregado monetario favorece la demanda de este activo. Es común asumir que las ecuaciones de demanda de dinero son homogéneas de grado uno en precios $\beta_3 = 1$ (Laidler y Parkin, 1970 y Cuthbertson, 1985). No obstante, existe cierta evidencia empírica en contra de este supuesto (Coghlan, 1978 y Hendry y Ericsson, 1991). Esta evidencia en contra de la elasticidad unitaria está también presente en la significancia estadística de la tasa de inflación para determinar los saldos reales. Finalmente, la tasa de inflación se considera que tiene un efecto negativo en la demanda de dinero, porque provoca movimientos de la cartera de activos de dinero a bienes físicos $\beta_4 < 0$ (Friedman, 1956 y Cagan, 1956).

Sin embargo, las estimaciones de la ecuación (1) presentan diversos problemas tales como autocorrelación y heteroscedasticidad en los errores, inestabilidad en los parámetros, regresión espuria, etc. (Judd y Scadding, 1982 y Hendry y Ericsson, 1991). Con objeto de resolver estos problemas se han utilizado ecuaciones que

incluyen diversos rezagos de las variables consideradas, o que utilizan variables en primeras diferencias (Gordon, 1984). En los trabajos realizados para México, las soluciones más comúnmente utilizadas se basan en el uso de alguna de las formas del modelo de ajuste parcial o de expectativas adaptativas.¹ Sin embargo, el uso de estos modelos asociado a la inclusión del efecto de la inflación implica, en ocasiones, la imposición de restricciones *a priori* que no son antes analizadas y aceptadas por los datos. Ello conduce a resultados en donde la relevancia estadística de la inflación esconde problemas de especificación. Esto puede ejemplificarse con el modelo de ajuste parcial² (PAM), el cual asume que la demanda de dinero deseada (m^*) puede escribirse como:

$$m^*_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 R_t + \beta_3 p_t + \beta_4 \Delta p_t + u_t \quad (2)$$

Esta ecuación puede resolverse suponiendo un modelo de ajuste parcial en términos reales o nominales:

Modelo de ajuste parcial real: (RPAM)

$$[(m-p)_t - (m-p)_{t-1}] = \theta_1 [(m^* - p)_t - (m-p)_{t-1}] \quad (3)$$

Modelo de ajuste parcial nominal: (NPAM)

$$[m_t - m_{t-1}] = \theta_2 [m^*_t - m_{t-1}] \quad (4)$$

Las ecuaciones (3) y (4) sugieren que la magnitud del ajuste entre la demanda de dinero en el tiempo $t-1$ y t es una función del

¹ La especificación final utilizada en ambos modelos es muy similar (Stewart Wallis, 1981).

² Este modelo ha sido frecuentemente utilizado para modelar la demanda de dinero en México (Galindo, 1994).

ajuste deseado y del valor de la demanda de dinero en $t-1$. Sin embargo, cada uno de estos modelos representa diferentes concepciones sobre los procesos de ajuste y el papel de la inflación. Esto es, el NPAM está asociado a la concepción de que los agentes económicos toman sus decisiones considerando a las variables en términos reales y que la inflación es un fenómeno real (Hetzel, 1984). En este caso, los agentes económicos ajustan el monto de sus balances reales de dinero a través de cambios pasivos en la oferta de dinero. De este modo, la oferta de dinero se ajusta a los balances de dinero deseados que dependen de una inflación exógena. Por su parte, el RPAM asume que los agentes económicos toman sus decisiones considerando las variables en términos nominales y considera a la inflación como un fenómeno monetario. En este caso, los agentes económicos ajustan sus balances monetarios a través de variaciones en el nivel de precios. La oferta monetaria exógena se igualará a los balances monetarios deseados, dados por un balance monetario real y constante y una tasa de inflación exógena (Hetzel, 1984).

Las formas estimables de los modelos de ajuste parcial real y nominal, se obtienen imponiendo determinadas restricciones en la ecuación (2) y sustituyendo ésta en las ecuaciones (3) o (4). Por ejemplo, asumiendo la homogeneidad de precios en la ecuación (2) ($\beta_3 = 1$) y sustituyendo este resultado en el RPAM (ecuación (3)) se obtiene:

$$(m-p)_t = \delta_0 + \delta_0 y_t + \delta_2 R_t + \delta_4 \Delta p_t + \delta_5 (m-p)_{t-1} + u_t \quad (5)$$

con la siguiente equivalencia de parámetros:

$$\delta_0 = \theta_1 \beta_0 \quad \delta_1 = \theta_1 \beta_1 \quad \delta_4 = \theta_1 \beta_4 \quad \delta_5 = (1 - \theta_1) \quad (6)$$

La ecuación (5) representa entonces el modelo de ajuste parcial real incluyendo el efecto de la inflación. Por su parte, el modelo de

ajuste parcial en términos nominales puede obtenerse sustituyendo directamente la ecuación (2) en la ecuación (4) y deflactando el total de los saldos monetarios asumiendo que $\beta_{3=1}$ (Merris, 1987):

$$(m-p)_t = \delta^*_0 + \delta^*_{1y_t} + \delta^*_{2R_t} + \delta^*_{4\Delta p_t} + \delta^*_{5(m_{t-1}-p_t)} + v_t \quad (7)$$

con la siguiente equivalencia en los parámetros:

$$\delta^*_{0} = \theta_2\delta_0 \quad \delta^*_{2} = \theta_1\delta_1 \quad \delta^*_{4} = \theta_2\beta_4 \quad \delta^*_{5} = (1-\theta_2) \quad v_t = \theta_2u_t \quad (8)$$

Estos resultados indican que las ecuaciones a estimar de los modelos de ajuste parcial real y nominal, son prácticamente iguales con la excepción del deflactor de precios en el rezago de la demanda de dinero (p_{t-1} en RPAM y p_t en el NPAM). Sin embargo, la inclusión de la inflación en ambos modelos permite transformar el uno en el otro bajo determinadas restricciones. Esto es, el modelo de ajuste parcial real (ecuación 5) incluyendo la inflación, es igual al modelo de ajuste nominal bajo la condición de que $\delta_4 = \delta_5$. A la inversa puede también asumirse que el moldeo de ajuste parcial nominal con inflación es una sobreparametrización del modelo de ajuste parcial real bajo la condición de que $\delta_4 = \delta_5$. De este modo, la estimación de un modelo de ajuste parcial real donde la tasa de inflación es una variable estadísticamente significativa puede representar más evidencia de una mala especificación que de la relevancia de la tasa de inflación (Merris 1987).

Ahora bien, el PAM, en cualquiera de sus formas está sujeto a la crítica de regresiones espurias (Granger y Newbold, 1974), a la carencia de las propiedades estadísticas adecuadas de un modelo econométrico (Spanos, 1986) y a la indefinición sobre la interdependencia entre el nivel de precios y la cantidad de dinero (Hendry y Ericsson, 1991).

Con objeto de resolver estos problemas y analizar la relación entre la demanda de saldos reales y la inflación, es posible utilizar el orden de integración de las series y los modelos de vectores autoregresivos como base para un análisis de cointegración y de exogeneidad débil. Este análisis puede resumirse en los siguientes puntos.

Las series económicas son por lo general no estacionarias. Esto es, muestran una tendencia ascendente o descendente. Estas series (X_t) se conocen como $I(1)$ si $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$, es una serie estacionaria (Cuthbertson, Hall y Taylor, 1992). El uso de series $I(1)$ tiene importantes consecuencias para el análisis econométrico aplicado. Esto es, las series $I(1)$ están sujetas al problemas de regresiones espurias y al problema potencial del sesgo en los estimadores (Galindo, 1995). Estos problemas pueden solucionarse en el caso en que las series estén cointegradas (Cuthbertson, Hall y Taylor, 1992). Esto es, que los residuales sean $I(0)$.

El modelo econométrico puede entenderse como la factorización de un modelo condicional dada la marginalización de las variables irrelevantes del proceso (Galindo, 1995). El modelo econométrico puede entenderse en su forma más general, como una factorización secuencial de las variables económicas que tienen una distribución normal, idéntica e independiente (Granger, 1990 y Galindo, 1995):

$$F(X_t/X_{t-1}, \theta) = F_{y/z}[Y_t/Z_t, X_{t-1}, \lambda_1] \cdot F_z[Z_t/X_{t-1}, \lambda_2] \quad (9)$$

donde $F(X_t/X_{t-1}, \theta)$ representa la función de densidad conjunta, $F_{y/z}[Y_t/Z_t, X_{t-1}, \lambda_1]$ es la función de densidad condicional para Y_t dado Z_t y $F_z[Z_t/X_{t-1}, \lambda_2]$ es la función de densidad marginal de Z_t , X_t representa la muestra total de datos, Y_t es un subconjunto de variables incluidas en el modelo econométrico final y Z_t son las

variables marginadas del modelo. θ es el conjunto completo de parámetros del proceso conjunto de distribución, λ_1 es el conjunto de parámetros del modelo condicional y λ_2 es el conjunto de parámetros del modelo marginal.

La ecuación (9) equivale a un modelo de vectores autoregresivos (Ericsson, 1992), tal como:

$$x_t = \sum p_{it} x_{t-i} + e_t \quad (10)$$

Este modelo puede describirse sumando y restando varios rezagos de x_t (Johansen, 1988) como:

$$\Delta x_t = \rho x_{t-1} + A_1 \Delta x_{t-1} + \dots + A^{-1} 1 \Delta x_{t-1+1} + e_t \quad (11)$$

donde:

$$A^i = -[\rho_{i+1} + \dots + \rho_1] \quad (11.1)$$

$$\rho = [\sum \rho_i] - I \quad (11.2)$$

La matriz ρ contiene la información sobre la relación de largo plazo entre las variables consideradas.

Johansen (1988) demostró que, bajo el supuesto inicial de que las series económicas son $I(1)$, entonces todos los elementos de la ecuación (11) con la excepción de ρx_{t-1} son $I(0)$. Esto implica entonces que para que ρx_{t-1} corresponda al mismo espacio vectorial, se requiere que la combinación de estas variables produzca una serie $I(0)$. Esto puede resolverse entonces bajo tres casos (Johansen, 1988 y Cuthbertson, Hall y Taylor, 1992:

- 1) La matriz ρ tiene rango completo. Ello implica que X_t es estacionario.

- 2) La matriz ρ tiene rango cero. Ello implica que $\rho=0$ y por tanto las series no cointegran y la ecuación (11) es válida incluyendo sólo variables en primeras diferencias.
- 3) El rango de ρ es menor que p (el número de variables incluidas). En este caso, existe al menos una combinación lineal de las variables incluidas que es $I(0)$ conocida como vector de cointegración. Johansen (1988) indica que la matriz de largo plazo puede escribirse como:

$$\rho = \alpha\beta' \quad (12)$$

Donde β se le conoce como la matriz de los vectores de cointegración y α la matriz de ponderaciones. El uso de un VAR que contenga un vector de cointegración no sólo permite resolver el problema de regresiones espurias y el sesgo en los estimadores, sino también, permite analizar los supuestos de exogeneidad.

Este concepto tiene tres acepciones: exogeneidad débil, exogeneidad fuerte y super exogeneidad. Cada uno de estos casos corresponde a un uso diferente del modelo econométrico en cuestión: inferencias válidas, pronósticos y análisis y simulación de políticas económicas (Engle, Hendry y Richard, 1983).

La exogeneidad débil existe cuando puede obtenerse una reparametrización de θ tal que el proceso de distribución puede condicionarse y marginalizarse como la ecuación (9) y λ_1 puede modelarse sola sin incluir información de λ_2 . Esto es, el conocimiento de los valores de los parámetros en λ_2 , no proporciona información adicional sobre el rango de los valores potenciales de λ_1 (Ericsson, 1992).

La exogeneidad fuerte se obtiene si el modelo en consideración cumple con la condición de exogeneidad débil y no existe tampoco causalidad de Granger entre las variables (Ericsson, 1992 y Engle, Hendry y Richard, 1983).

La superexogeneidad es la combinación de la exogeneidad débil con la invarianza en los parámetros (Ericssons, 1992 y Engle,

Hendry y Richard, 1983). De cumplirse esta condición no resulta entonces válida la crítica de Lucas (1976), sobre la variación de los parámetros ante modificaciones de política económica. La ecuación (9) permite expresar mejor esta condición. La distribución condicional representa entonces la función de reacción de los agentes económicos, mientras que la función marginal representa las decisiones y reglas de política económica (Ericsson, 1992). Así, la política económica normalmente impone modificaciones al proceso marginal de Z_t .³ No obstante, el modelo de probabilidad condicional es invariante ante modificaciones de la función marginal gracias a la condición de superexogeneidad.

Las condiciones de exogeneidad de la demanda de dinero para México, pueden entonces establecerse utilizando la siguiente ecuación:

$$(m-p)_t = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 \Delta p_t + e_t \quad (13)$$

La ecuación (13) excluye la estimación en términos nominales y a la tasa de interés. Esto puede argumentarse atendiendo a los siguientes factores:

La estimación de la ecuación (13) en términos nominales implica el uso de variables no estacionarias I(2). En este caso, el espacio de solución de vectores de cointegración aumentaría⁴ (Hendry y Mizon 1989, Johansen y Juselius, 1990 y Galindo, 1994). La ecuación

³ La exogeneidad de Z_t no implica necesariamente causalidad (Ericsson, 1992).

⁴ En el caso de múltiples vectores de cointegración, éstos pueden interpretarse como ecuaciones estructurales de las otras variables incluidas. Esto, sin embargo, puede representar un problema potencial en nuestro caso, porque es difícil argumentar que las variables incluidas en el análisis representan una especificación adecuada para determinar el nivel de ingreso o la inflación (Hendry y Mizon, 1989; y Johansen y Juselius, 1990).

(13) impone la elasticidad unitaria en precios en $(m-p)_t$. Sin embargo, esta hipótesis se analiza a través de la significancia estadística de la tasa de inflación. Esto es, en el caso en que este término sea estadísticamente significativo, entonces puede rechazarse la hipótesis nula de elasticidad unitaria en precios.

Esto dificulta y reduce el poder de las pruebas sobre el valor de los parámetros y las condiciones de exogeneidad. Por su parte, la exclusión de la tasa de interés utiliza la especificación obtenida por los trabajos de Johansen (1992) y Ahumada (1992),⁵ permite concentrar el análisis en el monto de la cantidad de dinero y el nivel de precios, evita la obtención de múltiples vectores de cointegración que imposibilitan el análisis en la restricción en los parámetros (Galindo, 1994) y excluye el problema de la dificultad para obtener una serie confiable sobre tasas de interés de 1925 a 1994.

Las condiciones de exogeneidad de la demanda de dinero pueden analizarse en un VAR bajo el supuesto de la existencia de un solo vector de cointegración y un solo rezago como:

$$\Delta((m-p)_t) = \alpha_{11}[(m-p) - \delta_1 y - \delta_2 \Delta p]_{t-1} + \alpha_{12} \Delta(m-p)_{t-1} + \alpha_{13} \Delta y_{t-1} + \alpha_{14} \Delta \Delta p_{t-1} + e_{1t} \quad (14.1)$$

$$\Delta y_t = \alpha_{21}[(m-p) - \delta_1 y - \delta_2 \Delta p]_{t-1} + \alpha_{22} \Delta(m-p)_t + \alpha_{23} \Delta y_{t-1} + \alpha_{24} \Delta \Delta p_{t-1} + e_{2t} \quad (14.2)$$

$$\Delta \Delta p_t = \alpha_{31}[(m-p) - \delta_1 y - \delta_2 \Delta p]_{t-1} + \alpha_{32} \Delta(m-p)_t + \alpha_{33} \Delta y_{t-1} + \alpha_{34} \Delta \Delta p_{t-1} + e_{3t} \quad (14.3)$$

Los parámetros de interés de la demanda de dinero al modelarse ésta, independientemente son: α_{11} , α_{12} , α_{13} , α_{14} , δ_1 , δ_2 . Estos parámetros representan los λ_1 de la función de distribución condicio-

⁵ Puede argumentarse, asimismo, que la inclusión simultánea de la tasa de interés y de inflación puede generar problemas de multicolinealidad, debido a la posible presencia de la hipótesis de Fisher para el caso de México (Galindo, 1995).

nal, mientras que el resto de los parámetros representan los λ_2 de la función de distribución marginal.

La prueba de exogeneidad débil para la demanda de dinero (Ericsson, 1992) es entonces:

$$\alpha_{21} = \alpha_{31} = 0$$

Por su parte, la prueba para exogeneidad fuerte corresponde a la prueba de no causalidad de Granger, esto es (Johansen, 1992):

$$\alpha_{22} = \alpha_{24} = \alpha_{32} = \alpha_{33} = 0$$

Finalmente, la prueba de superexogeneidad corresponde al análisis de la invarianza en los parámetros del modelo en consideración: $\alpha_{11}, \delta_1, \delta_2, \alpha_{12}, \alpha_{13}, \alpha_{14}$.

La existencia de una demanda de dinero en función del ingreso y de la inflación que cumple con las distintas condiciones de exogeneidad, tiene importantes implicaciones. El cumplimiento de la condición de exogeneidad débil implica que la demanda de dinero puede modelarse independientemente de las otras dos ecuaciones. La existencia de exogeneidad fuerte implica que la demanda de dinero no tiene un problema de retroalimentación con respecto al nivel de ingreso y a la inflación. Finalmente, la superexogeneidad implica la estabilidad en los parámetros de la demanda de dinero y por tanto, valida el uso de este modelo para propósitos de política económica. En el caso en que la demanda de dinero cumpla las condiciones de exogeneidad antes mencionadas, entonces esta ecuación no puede invertirse para utilizarse como una ecuación de precios (Hendry y Mizon, 1993). Las consecuencias de este resultado son en extremo interesantes. Esto es, la existencia de un vector de cointegración entre la cantidad de moneda en circulación, el nivel de ingreso y la inflación, indica que estas variables mantienen una relación de equilibrio en el largo

plazo. Sin embargo, la evidencia sugiere que esta relación corresponde a una ecuación de demanda de dinero y no de precios. Esto significa que la ecuación cuantitativa del dinero es válida en cuanto sostiene la relación de equilibrio entre estas variables. No obstante, bajo los supuestos de exogeneidad antes mencionados, puede argumentarse que ésta es una relación de causalidad de precios a la demanda de dinero y no de la cantidad de dinero en circulación a la tasa de inflación.

Una vez establecidas las condiciones de exogeneidad, es posible reparametrizar la función de demanda utilizando la metodología de lo general a lo específico y la correspondencia entre el vector de cointegración y el modelo de corrección de errores (Granger, 1990). El modelo de corrección de errores bajo la hipótesis de homogeneidad de precios puede representarse como:

$$\Delta (m-p)_t = \Sigma \alpha \Delta (m-p)_{t-i-1} + \Sigma \delta \Delta y_{t-i} + \Sigma \phi \Delta R_{t-i} + \Sigma \varphi \Delta \Delta p_{t-1} + \gamma(m-\beta_0-\beta_1y-\beta_2R-\beta_3p+\beta_4 \Delta p)_{t-1} + u_t \quad (15)$$

La ecuación (15) es una forma más general que las ecuaciones (5) y (7). En particular, estas últimas ecuaciones pueden desprenderse de la ecuación (15) bajo los siguientes supuestos generales:⁶

$$\alpha_{t-i-1} = \delta_{t-i-1} = \phi_{t-i-1} = \varphi_{t-i-1} = 0$$

Adicionalmente para el RPAM:

$$\gamma = \beta_3$$

y para el NPAM:

$$\beta_3 = 0 \quad \gamma = -\beta_4$$

⁶ Véase Hendry, 1992.

En este caso la relevancia estadística de la tasa de inflación no modifica el modelo inicial. Asimismo, si este término se incluye posteriormente en la ecuación final, su significancia estadística supone un problema de mala especificación en la solución de largo plazo y por tanto la necesidad de su inclusión en el modelo de corrección de errores, pero no modifica el patrón de ajuste del modelo inicial. Estos resultados sugieren utilizar la forma más general sin incluir restricciones *a priori* para después reparametrizar el modelo aceptando sólo las restricciones aceptadas por los datos.

RESULTADOS ECONOMETRICOS

La información utilizada en este ensayo son datos anuales de 1925 a 1994. La cantidad de dinero es aproximada por la definición de M1, la variable de transacciones está representada por el producto interno bruto (PIB) y el nivel de precios corresponde al índice de precios al consumidor de la ciudad de México de 1925 a 1959 y posteriormente se completa con el deflactor del PIB. Las variables fueron utilizadas en logaritmos.

El cuadro 1 sintetiza las pruebas de orden de integración de las series utilizando las pruebas de Dickey Fuller y Dickey Fuller Aumentada (Dickey y Fuller 1981). Los resultados obtenidos indican que $(m-p)_t$, y_t son series no estacionarias de orden $I(1)$ mientras que p es no estacionaria de orden $I(2)$. De este modo, el modelo de vectores autoregresivos tomando como base la ecuación (13) incluye exclusivamente series con orden de integración $I(1)$. Ello permite reducir los problemas de soluciones múltiples en los vectores de cointegración y facilita el análisis de las pruebas de exogeneidad.

Las estimaciones del VAR se presentan en el cuadro 1.a del Apéndice. Los resultados indican que las tres ecuaciones tienen coeficientes con valores estadísticamente significativos. Asimismo,

Cuadro 1
Orden de Integración de las Series

<i>Variable ADF(1)</i>	
$(m-p)_t$	.008
$\Delta(m-p)_t$	-5.55**
y_t	4.04
Δy_t	-2.69**
p_t	1.27
Δp_t	-1.89
$\Delta \Delta p_t$	-8.20**

Notas:

$ADF(1)$ =prueba de Dickey Fuller Aumentada (Dickey y Fuller, 1981).

*=se rechaza H_0 a 5% de significancia.

**=se rechaza H_0 al 1% de significancia.

no existe evidencia de autocorrelación en los residuales de cada una de las regresiones y simultáneamente la correlación entre los residuales es muy baja (cuadro 2.a del Apéndice). Esto indica, que no existe información adicional sistemática en los primeros momentos de la muestra que no esté incorporada al modelo y evita problemas de sesgo en los estimadores (Greene, 1991). Las pruebas de normalidad y heteroscedasticidad rechazan la hipótesis nula. Sin embargo, este rechazo está asociado a la presencia de un pequeño número de datos que tienen un comportamiento ciertamente anómalo. Esto puede confirmarse en el cuadro 3.a en el Apéndice, en donde se observa un alto coeficiente de correlación entre los valores reales y los proyectados por el modelo. Asimismo, en las gráficas del Apéndice se observa que la distribución de los errores para el modelo final no se aproxima a una distribución normal. No obstante, el rechazo de la hipótesis de normalidad parece estar asociado a la

presencia de ciertos puntos anómalos. Así, la exclusión de estos años permite que el resto de los datos se aproximen a una distribución normal. El rechazo simultáneo de las pruebas de heteroscedasticidad y normalidad es consistente considerando que son los mismos puntos, los que generan ambos problemas. La existencia de estos puntos está asociada, atendiendo al período de análisis a cambios estructurales en la economía, a modificaciones de política económica y a situaciones excepcionales. Es de destacarse que atendiendo a los coeficientes de determinación (cuadro 3.a en el Apéndice) puede inferirse que las modificaciones más substanciales se observan en la tasa de inflación.

El procedimiento de Johansen (1988) indica que existe un vector de cointegración entre estas variables (cuadro 5.a en el Apéndice). Este vector puede interpretarse como una función de demanda de dinero con los siguientes coeficientes:

$$(m-p)_t = 1.033y_t - 1.034 \Delta p_t \quad (16)$$

Estos resultados indican que, en el largo plazo, la elasticidad ingreso de la demanda de dinero es uno mientras que la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la tasa de inflación es menos uno. La relación inversa entre la demanda de dinero y la tasa de inflación confirma la hipótesis de Friedman (1956) y Cagan (1956), en donde se argumenta que la demanda de saldos reales tiene una relación inversa con la tasa de inflación.

El cuadro (2) sintetiza las pruebas de razón de máxima-verosimilitud sobre el valor de los parámetros en el vector de cointegración. Los resultados obtenidos indican que no es posible rechazar la hipótesis que $\beta_1 = 1$ y $\beta_2 = -1$. Asimismo, esta prueba rechaza que $\beta_2 = 0$, lo que confirma a la tasa de inflación como un determinante de los saldos monetarios reales. Esto sugiere también un rechazo a la elasticidad unitaria del nivel de precios con respecto a la cantidad

nominal de dinero. Este resultado explica el éxito en las estimaciones obtenidas por las ecuaciones de demanda de dinero con un modelo de ajuste parcial real, incluyendo la tasa de inflación e indica los posibles problemas de especificación.

<p><i>Cuadro 2</i></p> <p><i>Pruebas de razón de máxima-verosimilitud</i></p> <p>$(m-p)_t = \beta_1 y_t + \beta_2 \Delta p_t$</p>	
$\beta_1 = 1 \quad \beta_2 = -1$	$\beta_2 = 0$
$X^2(2) = .72 [.696]$	$X^2(2) = 9.92 [.007]$

El Cuadro (3) sintetiza las pruebas de exogeneidad débil. Los resultados indican que la hipótesis conjunta de que el ingreso y la inflación son exógenas débiles con respecto a la demanda de dinero es rechazada por los datos. Sin embargo, al realizar pruebas independientes se obtiene que el ingreso no es exógena débil, mientras que la tasa de inflación sí cumple las condiciones de exogeneidad débil. Estos resultados indican que es posible modelar independientemente a la demanda de dinero y a la inflación, mientras que la demanda de dinero y el ingreso tiene que modelarse conjuntamente.

<p><i>Cuadro 3</i></p> <p><i>Pruebas de exogeneidad débil sobre los α_{ij} de la ecuación (14)</i></p>		
$\alpha_{21} = \alpha_{31} = 0$	$\alpha_{21} = 0$	$\alpha_{31} = 0$
$X^2(2) = 6.19 [.045]^*$	$X^2(2) = 6.51 [.38]^*$	$X^2(2) = 1.16 [.559]$

Las pruebas de causalidad de Granger indican que el conjunto de estas variables son interdependientes. Ello implica entonces que no puede aceptarse el supuesto de exogeneidad fuerte (cuadro 4.a en el Apéndice).

Con objeto de analizar el supuesto de superexogeneidad se realizaron dos procedimientos. Por un lado, se utilizó el procedimiento de lo general a lo específico en una sola ecuación para modelar la demanda de dinero y se analizaron entonces sus propiedades estadísticas. En segundo lugar, y de acuerdo a los resultados obtenidos por las pruebas de exogeneidad débil, se procedió a estimar un sistema de ecuaciones simultáneas para la demanda de dinero y el ingreso utilizando el método de máxima-verosimilitud con información completa (FILM) (Greene, 1991).

La metodología de lo general a lo específico conduce a la siguiente especificación como aquella que más aproxima el comportamiento del proceso generador de información (Spanos, 1986).

$$\Delta(m-p)_{t-1} = -3.1 \Delta(m-p)_{t-3} + .54\Delta^2 y_t - .54\Delta p_{t-1} - .37ECM_{t-1} + e_t \quad (17)$$

$$(t) \qquad (2.30) \qquad (3.34) \qquad (-4.1) \qquad (-3.53)$$

El modelo final tiende a simular adecuadamente el comportamiento general de los datos, con algunas excepciones. Estas excepciones corresponden a los comportamientos anómalos para un período de tiempo tan largo. Este resultado se observa en la gráficas del Apéndice. Las pruebas de diagnóstico presentadas en el cuadro 6.a en el Apéndice, indican que los errores no están correlacionados, que no existe heteroscedasticidad del tipo ARCH y que no existen problemas de forma funcional con RESET. Asimismo el modelo pasa las pruebas de cambio estructural.⁷ Las gráficas in-

⁷ La prueba de Chow basada en la X^2 indica cierta inestabilidad en los parámetros sin embargo, la prueba F, que ajuste por los grados de libertad, indica que los parámetros son estables. La gráfica en el Apéndice muestra que el problema de cambio estructural, en todo caso, se concentran en 1991 para el período de pronóstico.

cluidas en el Apéndice de las estimaciones del modelo por mínimos cuadrados recursivos, indican que los residuales del modelo y los coeficientes son estables. Estos resultados son una prueba indirecta sobre el supuesto de superexogeneidad de la demanda de dinero con respecto a las variables en consideración.

La presencia de ciertos comportamientos anómalos en algunos años, se observa también en la evidencia de problemas de especificación y heteroscedasticidad dados por las pruebas de White y de normalidad de Jarque Bera. Es común esperar que estos problemas estén estrechamente relacionados. En particular, debe destacarse que existe una sólida evidencia empírica sobre la importancia de la tasa de interés como determinante de la demanda de saldos monetarios al menos en el corto plazo (Galindo, 1994; Ahumada, 1992 y Alberro, 1991). En este sentido, los cambios en las tasas de interés en determinados periodos deben de tener el efecto de variables *dummy*, lo que reduciría la presencia de valores anómalos. Este último resultado puede confirmarse, por ejemplo, incluyendo algunos rezagos de $(m-p)_t$ en la ecuación (17) (cuadro 6.a del Apéndice). En este caso, los coeficientes de las variables incluidas no son estadísticamente significativos, pero ayudan a mejorar la estabilidad general del modelo haciendo el papel de variables *dummy*.

Con el propósito de reducir los efectos de la posible heteroscedasticidad se procedió a estimar nuevamente la ecuación (17), utilizando la matriz de varianzas y covarianzas de White (Greene, 1991) para ajustar los valores *t*. Los resultados indican que todos los coeficientes son estadísticamente significativos. Asimismo, todos los coeficientes de la ecuación (17) tienen sentido económico. Debe destacarse que la elasticidad ingreso es menor en el corto plazo. Asimismo, los coeficientes de la tasa de crecimiento, el ingreso y de la tasa de aceleración de la inflación son muy similares al igual que en el largo plazo. El coeficiente del mecanismo de corrección de errores es negativo y menor que uno. Este valor es

consistente con la teoría económica. Esto es, el coeficiente negativo indica que los errores cometidos en el pasado, tienden a corregirse en este periodo. Por ejemplo, en el caso en que la demanda de dinero real sea mayor que la esperada, entonces ello afectará negativamente la tasa de crecimiento actual de los saldos monetarios reales.

Las estimaciones de un modelo de ecuaciones simultáneas asumiendo a la demanda de saldos reales y al nivel de ingreso como variables endógenas confirman los resultados anteriores (cuadro 7.a en el Apéndice). El proceso de reducción de lo general a lo específico conduce a una forma donde el segundo rezago de las variables puede excluirse. Las estimaciones en niveles reportados en el Apéndice no muestra signos de autocorrelación, aunque nuevamente existe evidencia de heteroscedasticidad y de problemas de normalidad generado por situaciones excepcionales.

Asimismo, las estimaciones en forma de corrección de errores indican que $(m-p)_{t-1}$, y_{t-1} , Δp_{t-1} tienen t estadísticamente significativas (cuadro 8.a en el Apéndice). Esto confirma la importancia de esta variable en la solución de largo plazo. No obstante, la presencia de problemas de autocorrelación y heteroscedasticidad, es importante destacar, que las pruebas de predicción en este modelo dan resultados satisfactorios. Esto es, en ambas ecuaciones estimadas por FIML no se rechaza la hipótesis nula de estabilidad en los parámetros. Esto puede interpretarse como una indicación de la posible presencia de superexogeneidad en el modelo de demanda de dinero.

CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos en este trabajo confirman la existencia de una relación de largo plazo entre los saldos monetarios reales, el nivel de ingreso y la tasa de inflación en México entre 1925 y 1994. Esta relación de largo plazo proporciona un vector de cointegración que puede interpretarse como una demanda por saldos reales.

En este sentido, la demanda de dinero muestra una elasticidad ingreso y un tasa de inflación unitaria. Asimismo, las pruebas de razón de máxima-verosimilitud indican, que es necesaria la inclusión de la tasa de inflación para obtener un vector de cointegración.

Las pruebas de exogeneidad sugieren que la demanda de saldos reales y el ingreso no son exógenas débiles, por lo que deben modelarse conjuntamente. Sin embargo, la tasa de inflación es exógena débil con respecto a la demanda de dinero en términos reales. Las pruebas de causalidad de Granger indican que el conjunto de estas variables están estrechamente relacionadas. Esto sugiere que las variables no son exógenas fuertes. Por su parte, la estabilidad de los coeficientes en el modelo final sugiere la presencia de superexogeneidad. Esta condición implica que el modelo de demanda de dinero puede utilizarse para propósitos de política económica.

Asimismo, el conjunto de estos resultados si bien confirman la estrecha relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios, también sugieren que ello no puede interpretarse como una ecuación de precios estable. La evidencia empírica presentada en este ensayo sugiere la presencia de comportamientos anómalos en los datos durante ciertos períodos. Esto no debe extrañar atendiendo al largo período de análisis.

La estabilidad en la relación de largo plazo entre los saldos monetarios reales, el ingreso y la tasa de inflación, y el conjunto de las pruebas de exogeneidad proporciona evidencia empírica relevante para propósitos de política económica. Los resultados presentados en este trabajo indican varias dificultades para utilizar una política monetaria restrictiva para controlar la tasa de inflación. Esto es, la relación de largo plazo entre los saldos monetarios y la inflación puede aprovecharse para controlar la inflación. Sin embargo, es probable que esta relación, entendida como una ecuación de precios, tenga parámetros inestables y por tanto el monto y la dinámica de la reducción no pueda pronosticarse adecuadamente.

REFERENCIAS

- Ahumada, H., "A Dynamic Model of the Demand for Currency: Argentina 1977- 1988", *Journal of Policy Modeling*, vol. 14, no. 3, junio, 1992, pp. 335-361.
- Alberro, J.L., "Mexico's path from inflation to stability: macroeconomics of the public sector deficit in Mexico during the 1980's", documento de trabajo, El Colegio de México, 1991.
- Cagan, P., "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en M. Friedman (eds), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, 1956.
- Coghlan, R.T., "A Transactions Demand for Money", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, vol. 18, no. 1, marzo, 1978.
- Cuthbetson, K., *The Supply and Demand for Money*, Basil Blackwell, 1985, pp. 295.
- Cuthbertson, K., S. Hall y M. Taylor, (1992), *Applied Econometric Techniques*, Philip Allan, New York, pp. 274.
- Dickey, D.A. y W.A. Fuller, "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with the Unit Root", *Econometrica*, vol. 49, no. 4, julio, 1981, pp. 1057-1072.
- Engle, R.F., D.F. Hendry y J.F. Richard, (1983), "Exogeneity", *Econometrica*, vol. 51, no. 2, enero, pp. 277-304.
- Ericsson, N.D., "Cointegration, Exogeneity, and Policy Analysis: An Overview", *Journal of Policy Modeling*, vol. 14, no. 3, junio, 1992, pp. 251-280.

- Friedman, M., *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, 1956.
- Friedman, M. y A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, National Bureau of Economic Research, Princeton University Press, 1963.
- Galindo, L.M., "La hipótesis de Fisher en México: 1978-1985", *Monetaria*, CEMLA, vol. XVIII, no. 2, abril-junio, 1995.
- Galindo, L.M., *La metodología econométrica moderna: una versión aplicada*, documento de trabajo, Maestría en Ciencias Económicas, UACPyP, CCH, UNAM, 1995.
- Galindo, L.M., *La econometría aplicada moderna: los mínimos cuadrados ordinarios y las pruebas de diagnóstico*, documento de trabajo, Maestría en Ciencias Económicas, UACPyP, CCH, UNAM, 1995.
- Galindo, L.M., *The Demand for Money, Interest Rates and the Exchange Rate in Mexico*, tesis doctoral, Universidad de Newcastle, Reino Unido, 1994.
- Goldfeld, M., "Demand for Money: Empirical Studies", en *Money: The New Palgrave*, J. Eatwell M. Milligate y P. Newman, Macmillan, pp. 131-143, 1989.
- Goldfeld, S. y D.E. Sichel, (1990), "The Demand for Money", en *Handbook of Monetary Economics*, B. Friedman y F.H. Hahn (eds), vol. 1, North Holland, pp. 300-356.
- Goodhart, C.A.E., *Money, Information and Uncertainty*, Macmillan Press, 1975, pp. 331.

- Gordon, R., "The Shrot Run Demand for Money: A Reconsideration", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, no.4, noviembre, 1984, pp. 403-434.
- Granger, C.W.J., (de), *Modelling Economic Series*, Claremon Press, Oxford, 1990.
- Granger, C.W.J. y P. Newbold, (1974), "Spurious Regressions in Econometrics", *Journal of Econometrics*, vol. 2, pp. 111-120.
- Greene, W.H., *Econometric Analysis*, Maxwell Macmillan International, 1991, p. 783.
- Hendry, D.F. y Ericsson, N.R., (1991), "An Econometric Analysis of the U.K. Money Demand in Monetary Trends in the United States and the United Kingdom by Milton Friedman and Anna Schwartz", *American Economic Review*, vol. 81, no. 1, marzo, pp. 8-38.
- Hendry, D.F. y G.E. Mizon, "Evaluating Dynamic Econometric Models by Eccompassing the VAR", en P.C.P. Phillips (ed), *Models, Methods and Applications of Econometrics*, Oxford, Basil Blackwell, 1993, pp. 272-300.
- Hetzel, R., "Estimating Money Demand Functions", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, no. 2, mayo, 1984, pp. 185-193.
- Johansen, S., "Testing Weak Exogeneity and the Order of Cointegration in U.K. Money Demand Data", *Journal of Policy Modeling*, vol. 14, no. 3, junio, 1992, pp. 313-334.
- Johansen, S., "Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 12, no. 2-3, 1988, pp. 231-254.

- Johansen, S. y K. Juselius, "Maximun Likelihood Estimation and Inference on Cointegration, with Applications to the Demand for Money", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 52, no. 2, 1990, pp. 169-210.
- Judd, J.P. y J.L. Scadding, "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, vol. XX, septiembre, 1982, pp. 993-1023.
- Laidler, D.E.W., *La demanda de dinero. Teorías y evidencia empírica*, Antoni Bosch, 1977, pp. 192.
- Laidler, D.E.W. y J. Parkin, "The Demand for Money in the United Kingdom, 1955-1967: Preliminary estimates", *British Monetary Economics*, 1970, pp. 180-199.
- Lucas, Jr. R.E., "Econometric Policy Evaluation: A Critique" en K. Brunner y A.H. Meltzer (eds), *Carnegie Rochester Conference series on Public Policy, Journal of Monetary Economics*, suplemento, 1976, pp. 19-46.
- Merris, R.C., "Testing Stock-adjustment Specifications and other Restrictions on Money Demand Equations", working paper, *Federal Reserve Bank of Chicago*, febrero, 1987, pp. 36.
- Spanos, A., *Statistical Foundations of Econometric Modelling*, Cambridge University Press, 1986, pp. 695.
- Steward, M. y K.F. Wallis, *Introductory Econometrics*, Basil Blackwell, 1981, pp. 337.

APÉNDICE

Cuadro 1.a VAR

Modelos de vectores autoregresivos con dos rezagos (m-p), y, Δp :

Período: 1928 a 1994

Ecuación para (m-p)_t

Variable	Coefficiente	Error estándar	valor t	t-prob
(m-p) _{t-1}	0.64341	0.12534	5.133	0.0000
(m-p) _{t-2}	-0.10226	0.12689	-0.806	0.4235
y _{t-1}	1.0446	0.47215	2.212	0.0308
y _{t-2}	-0.57337	0.43118	-1.330	0.1886
Δp_{t-1}	-0.50030	0.21049	-2.377	0.0207
Δp_{t-2}	0.010069	0.22807	0.044	0.9649
Constante	-0.94855	0.26174	-3.624	0.0006

RSS = 1.702015574

Ecuación para y_t:

Variable	Coefficiente	Error estándar	valor t	t-prob
(m-p) _{t-1}	0.14186	0.033011	4.297	0.0001
(m-p) _{t-2}	-0.065948	0.033420	-1.946	0.0563
y _{t-1}	0.95341	0.12435	7.667	0.0000
y _{t-2}	-0.029446	0.11356	-0.259	0.7963
Δp_{t-1}	-0.034811	0.055438	-0.628	0.5324
Δp_{t-2}	0.061876	0.060067	1.030	0.3071
Constante	0.20234	0.068937	2.935	0.0047

RSS=0.1180638694

Ecuación para Δp_t :

Variable	Coefficiente	Error estándar	valor t	t-prob
(m-p) _{t-1}	0.097523	0.074798	1.304	0.1973
(m-p) _{t-2}	-0.11668	0.075726	-1.541	0.1286
y _{t-1}	-0.21896	0.28177	-0.777	0.4402
y _{t-2}	0.26616	0.25732	1.034	0.3051
Δp_{t-1}	0.82642	0.12561	6.579	0.0000
Δp_{t-2}	-0.11504	0.13610	-0.845	0.4013
Constante	-0.066394	0.15620	-0.425	0.6723

RSS = 0.6061552335

Pruebas Estadísticas: Período de 1928 a 1994.

Autocorrelación:

Vector portmanteau para 1 rezago y 67 observaciones: 1.373

Prueba de Multiplicador de Lagrange de 1 a 2 rezagos:

 $\chi^2(18) = 28.029$ [0.0616] $F(18, 147) = 1.4612$ [0.1122]

Normalidad:

$$X^2(6) = 64.642 [0.0000] **$$

Heteroscedasticidad:

Prueba de ARCH:

$$X^2(72) = 121.91 [0.0002] ** \text{ and } F(72, 234) = 1.7298 [0.0012] **$$

Prueba de White:

$$X^2(162) = 251.19 [0.0000] ** \text{ } F(162, 166) = 2.0962 [0.0000] **$$

Cuadro 2.a

Matriz de correlaciones de los residuales

	(m-p)	y	Δp
(m-p)	1.000		
y	0.1392	1.000	
Δp	-0.01431	-0.1136	1.000

Cuadro 3.a

Matriz de correlación entre los valores reales y los proyectados

(m-p)	y	Δp
0.9862	0.9991	0.8487

Cuadro 4.a

Significancia estadística de los parámetros

Prueba de F contra los regresores sin restricción:

$$F(18, 164) = 1325.9 [0.0000] **$$

variables sin restricción: Constante

Prueba de F con respecto a la retención de los regresores:

$$F(3, 58)$$

$(m-p)_{t-1}$	13.7496 [0.0000] **	$(m-p)_{t-2}$	2.32723 [0.0840]
y_{t-1}	19.3746 [0.0000] **	y_{t-2}	0.905230 [0.4455]
Δp_{t-1}	15.6889 [0.0000] **	Δp_{t-2}	0.518173 [0.6714]

Cuadro 5.a

Cointegración Análisis de Cointegración período muestral: 1928 a 1994

Número de rezagos en el VAR=2

Valores característicos:

Prueba de máxima-verosimilitud para el rango: 477.256.0

0.308009 489.590

0.126398 494.117

0.00222532 494.191

Ho=rango=p	-Tlog(1- α)	T-nm	95%	-Talg(1- α)	T-nm	95%
p=0	24.67*	22.46*	21.0	33.87*	30.84*	29.7
p ≤ 1	9.054	8.243	14.1	9.203	8.379	15.4
p ≤ 2	0.1493	0.1359	3.8	0.1493	0.1359	3.8

Valores estandarizados de los vectores característicos: (valores de β)

$(m-p)_t$	ly_t	Δp_t
1.000	-1.033	1.034
-1.550	1.000	4.755
0.07444	-0.9397	1.000

Valores estandarizados de α :

$(m-p)_t$	-0.4644	-0.003298	0.005632
y_t	0.06342	-0.008540	0.002093
Δp_t	-0.08393	-0.04191	-0.002544

Matriz de largo plazo $P\alpha = \alpha \beta$ Rango 3:

	$(m-p)_t$	y_t	Δp_t
$(m-p)_t$	-0.4588	0.4712	-0.4902
y_t	0.07681	-0.07603	0.02707
Δp_t	-0.01916	0.04720	-0.2886

Cuadro 6.a:					
Estimaciones del modelo econométrico final					
Período muestral: 1931 a 1994 menos 4 años para pronósticos					
Variable	Coficiente	Error estándar	valor t	prob t	R ² parcial
$\Delta(m-p)_{t-3}$	-0.31479	0.11177	-2.816	0.0067	0.1241
$\Delta^2 y$	0.54546	0.18070	3.019	0.0038	0.1399
$\Delta \Delta p_{t-1}$	-0.54307	0.18486	-2.938	0.0048	0.1335
ECM _{t-1}	-0.37057	0.13485	-2.748	0.0081	0.1188

ECM= mecanismo de corrección de errores.

R² = 0.31 DW = 1.37.

RSS = 1.3899.

ANÁLISIS DE LOS PRONÓSTICOS A UN PERÍODO:

Fecha	Actual	Proyectado	Y - Y ^P	Error estándar	valor t
1991 1	0.585026	0.132126	0.452900	0.161391	2.80622
1992 1	0.00420725	-0.102973	0.107181	0.165282	0.648473
1993 1	0.0543686	-0.0137920	0.0681606	0.159516	0.427295
1994 1	-0.0336493	-0.173217	0.139568	0.170211	0.819970

Pruebas de constancia en los parámetros sobre el período
1991-1994

Prueba de pronóstico: $X^2(4) = 9.6987$ [0.0458] * Chow $F(4, 56) = 2.3969$ [0.0610]

Prueba de media cero para el proceso de innovación en la serie
de pronósticos = 2.36

Autocorrelación:

Multiplicador de Lagrange: (dos rezagos)

$X^2(2) = 2.16$ [.339] $F(2, 54) = 1.00$ [.371]

Normalidad: $X^2(2) = 35.32$ [.000]**

Heterosedasticidad

ARCH: (un rezago)

$X^2(1)=1.56[.211]$ $F(1, 54)=1.47[.230]$

White

$X^2(8) = 26.62 [.0008]**$ $F(8,47) = 4.68 [.0003]**$

Forma funcional

$X^2(14)=48.07[.000]**$ $F(14, 41)=11.80 [.000]**$

Reset $F(1, 55)=0.58[.449]$

Modelo incluyendo rezagos de $\Delta(m-p)$:

Período muestral 1931 a 1994 menos

de 4 años de pronósticos

Variable	Coficiente	Error Estándar	valor t	prob t	R ² parcial
$\Delta(m-p)_{t-3}$	-0.26870	0.11815	-2.274	0.0270	0.0889
$\Delta^2 y_t$	0.39000	0.24629	1.583	0.1193	0.0452
$\Delta \Delta p_{t-1}$	-0.56253	0.20389	-2.759	0.0079	0.1256
ECM _{t-1}	-0.63024	0.23702	-2.659	0.0103	0.1177
$\Delta(m-p)_{t-1}$	0.33697	0.23443	1.437	0.1565	0.0375
$\Delta(m-p)_{t-2}$	0.0060547	0.15088	0.040	0.9681	0.0000
$\Delta(m-p)_{t-4}$	0.12651	0.12266	1.031	0.3070	0.0197

$R^2 = 0.34$. $DW = 1.51$

$RSS = 1.3135$

Análisis de los pronósticos a un período:

Fecha	Actual	Proyectado	$Y - Y^P$	Error estándar	valor t
1991 1	0.585026	0.197856	0.387171	0.170870	2.26588
1992 1	0.004207250	-0.0321390	0.0363463	0.183578	0.197989
1993 1	.0543686	0.0206410	0.0337277	0.190474	0.177072
1994 1	-0.0336493	-0.116270	0.0826208	0.176536	0.468012

Prueba de constancia en los parámetros sobre el período 1991 a 1994.

Prueba de pronóstico $X^2(4)=6.42[.169]$

Prueba Chow $F(4, 53)=1.35[.261]$

Cuadro 7.a:

*Estimación del modelo de ecuaciones simultáneas
por el método de información completa*

Período muestral de 1929 de 1994 menos 4 años para pronósticos

Ecuación para $(m-p)_t$

Variable	Coefficiente	Error Estándar	Valor t	prob t
$(m-p)_{t-1}$	0.66932	0.10859	6.164	0.0000
$(m-p)_{t-3}$	-0.071351	0.11780	-0.606	0.5472
y_{t-1}	0.77668	0.35861	2.166	0.0346
y_{t-3}	-0.36835	0.31174	-1.182	0.2424
Δp_{t-1}	-0.43552	0.15752	-2.765	0.0077
Constante	-0.83537	0.29206	-2.860	0.0059
RSS = 1.47606668				
Variable	Coefficiente	Error Estándar	valor t	prob t
$(m-p)_{t-1}$	0.11980	0.030211	3.965	0.0002
$(m-p)_{t-3}$	-0.012416	0.032773	-0.379	0.7062
y_{t-1}	0.87933	0.099774	8.813	0.0000
y_{t-3}	0.027078	0.086733	0.312	0.7560
Δp_{t-1}	-0.018341	0.043825	-0.419	0.6772
Constante	0.24972	0.081258	3.073	0.0033

RSS = 0.1142567455

Matriz de Correlaciones de los residuales

	$(m-p)_t$	y_t
$(m-p)_t$	1.000	
y_t	0.1222	1.000

Prueba de F contra los regresores sin restringir

$$F^*(10, 110) = 356.6 [.000]^*$$

Prueba de F con respecto a los regresores retenidos $F(2, 55)$

$(m-p)_{t-1}$	23.80[.000] **	$(m-p)_{t-3}$	0.22[.798]
y_{t-1}	38.73[.000] **	y_{t-3}	0.78[.45]
Δp_{t-1}	3.75[.029] *		

Matriz de correlaciones entre los valores reales y proyectados:

$(m-p)_t$	y_t
0.9852	0.9990

Proyecciones *ex-post* a un período adelante de 1991 a 1994

Pruebas de constancia en los parámetros:

$$X^2(8)=13.77[.087] \quad F(8,56)=1.72[.113]$$

$$X^2(8)=11.09[.196] \quad F(8,56)=1.38[.222]$$

$$X^2(8)=10.28[.245] \quad F(8,56)=1.28[.269]$$

Autocorrelación

Estadístico del vector portmanteau para 7 rezagos y 62 observaciones: 27.84

Prueba de multiplicador de Lagrange (dos rezagos)

$$X^2(8)=12.61[1.25] \quad F(8, 102)=1.51[.161]$$

Prueba de normalidad:

$$X^2(4)=55.08[.000]**$$

Heteroscedasticidad:

Prueba de heteroscedasticidad utilizando el cuadrado de los residuales:

$$X^2(30)=56.44[.002]** \quad F(30, 126)=2.06[.003]**$$

Prueba de heteroscedasticidad utilizando el cuadrado de los residuales y los productos cruzados

$$X^2(60)=112.44[.000]** \quad F(60, 99) = 2.84 [.000]**$$

Cuadro 8.a

Estimación del modelo de ecuaciones simultáneas en su forma de corrección de errores por el método de información completa

Período muestral de 1929 a 1994 menos 4 años para pronósticos

Ecuación para $(m-p)_t$

Variable	Coficiente	Error estándar	Valor t	Prob t
$\Delta(m-p)_{t-1}$	0.069542	0.15207	0.457	0.6493
$\Delta(m-p)_{t-2}$	0.011193	0.15004	0.075	0.9408
$(m-p)_{t-1}$	-0.38255	0.14016	-2.729	0.0085
Δy_{t-1}	0.68694	0.49300	1.393	0.1692
Δy_{t-2}	0.13078	0.45009	0.291	0.7725
y_{t-1}	0.38846	0.13682	2.839	0.0064
Δp_{t-1}	-0.42294	0.16305	-2.594	0.0122
Constante	-0.79534	0.30740	-2.587	0.0124

RSS = 1.4567

Ecuación para y_t

Variable	Coficiente	Error Estándar	Valor t	Prob t
$\Delta(m-p)_{t-1}$	0.070572	0.040374	1.748	0.0862
$\Delta(m-p)_{t-2}$	-0.037831	0.039837	-0.950	0.3465
$(m-p)_{t-1}$	0.091797	0.037212	2.467	0.0168
Δy_{t-1}	0.077246	0.13089	0.590	0.5576
Δy_{t-2}	0.010840	0.11950	0.091	0.9281
y_{t-1}	-0.082199	0.036326	-2.263	0.0277
Δp_{t-1}	0.0040730	0.043289	0.094	0.9254
Constante	0.21595	0.081615	2.646	0.0106

RSS = 0.1026910517

Matriz de correlación de los residuales

	$\Delta(m-p)_t$	Δy_t
$\Delta(m-p)_t$	1.000	
Δy_t	0.1174	1.000

Prueba de F con respecto a los regresores sin restringir
 $F(14, 106)=3.27[.0002]**$

Proyecciones ex-post a un período adelante de 1991 a 1994

Prueba de F con respecto a los regresores retenidos $F(2, 53)$

$\Delta(m-p)_{t-1}$	1.53[.225]	$\Delta(m-p)_{t-2}$	0.459808 [0.6339]
$(m-p)_{t-1}$	7.52[.001]**	Δy_{t-1}	1.04329 [0.3594]
Δy_{t-2}	0.04[.957]	y_{t-1}	7.30[.001]**
Δp_{t-1}	3.38[.041]**		

Matriz de correlaciones entre los valores reales y los proyectados

$\Delta(m-p)$	Δy
0.4970	0.5876

Pruebas de constancia en los parámetros:

$$X^2(8)=12.01[.150] \quad F(8,54)=1.50 [.178]$$

$$X^2(8)=9.28[.318] \quad F(8,54)=1.16 [.339]$$

$$X^2(8)=8.69[.368] \quad F(8,54)=1.08 [.386]$$

Autocorrelación

Estadístico del vector portmanteau para 7 rezagos y 62 observaciones: 19.97

Multiplicador de Lagrange (dos rezagos)

$$X^2(8)=21.78[.005]** \quad F(8, 98)=2.65[.011]*$$

Prueba de normalidad.

$$X^2(4)=54.43[.000]**$$

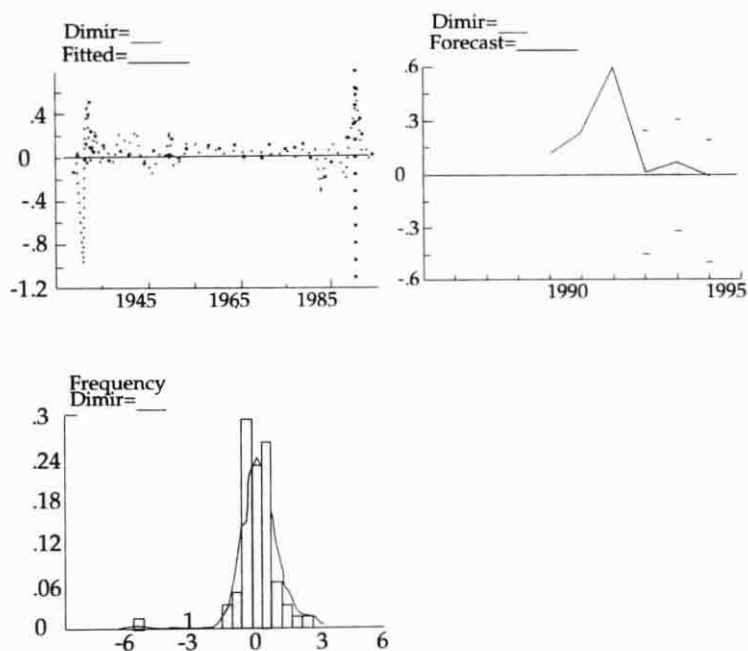
Prueba de heteroscedasticidad utilizando el cuadrado de los residuales:

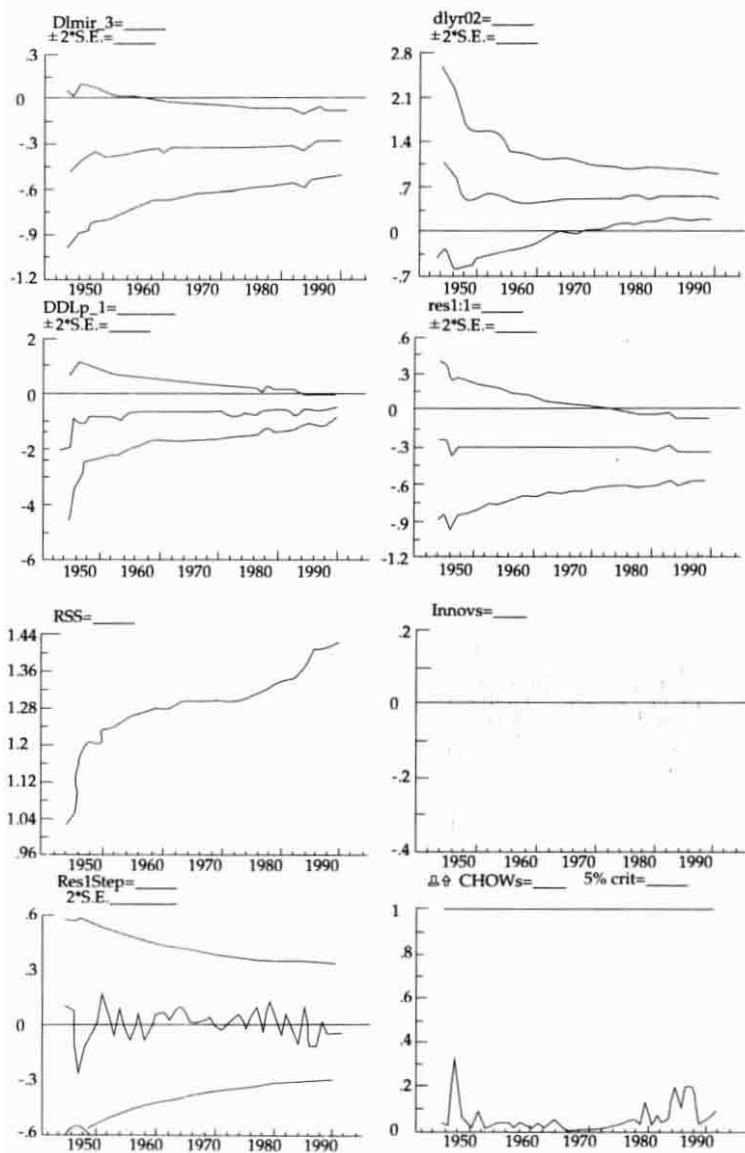
$$X^2(42)=72.54[.002]** \quad F(42, 110)=2.07[.001]**$$

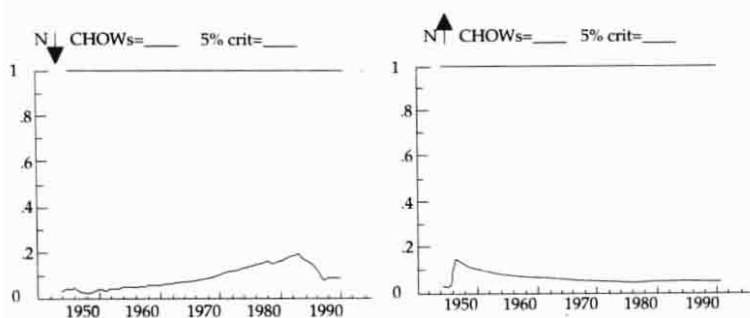
Prueba de hetoscedasticidad utilizando el cuadrado de los residuales y los productos cruzados

$$X^2(105)=153.06[.001]** \quad F(105,48)=2.67[.0001]**$$

Modelo Econométrico Final







Deuda pública no monetaria e inflación

*Jesús Zurita González **

EL PRESENTE trabajo parte de la existencia de una curva de Laffer en la recaudación obtenida a través del impuesto inflacionario, para demostrar que la deuda pública no monetaria incide sobre la inflación, bajo ciertas condiciones. En particular, se muestra cómo en el equilibrio estacionario una menor deuda pública no monetaria implica menor inflación, aun cuando la oferta monetaria sea mayor, en relación a lo que ocurre cuando la deuda pública no monetaria es mayor y la oferta monetaria es menor. Esto sucede porque la deuda pública no monetaria registra un rendimiento elevado en relación a la deuda monetaria. Cuando la deuda pública no monetaria es reducida, se requiere un rendimiento mayor del dinero (menor inflación) para financiar el mismo déficit fiscal, si la economía está en el área de baja inflación de la curva de Laffer. Esto implica que la autoridad monetaria debería preocuparse más por el impacto de la deuda pública no monetaria sobre la inflación, cuando el rendimiento de dicha deuda pública es muy elevado en términos reales (superior al crecimiento real de la economía). En estas condiciones es más conveniente, en términos del objetivo antiinflacionario, financiar los requerimientos financieros del sector público con emisión de circulante en lugar de con mayor deuda no monetaria.

** Profesor-investigador del Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.*

INTRODUCCIÓN

Las hiperinflaciones han mostrado que existe una curva de Laffer entre la recaudación obtenida a través del impuesto inflacionario y la tasa de inflación. A medida que la tasa de inflación va aumentando, la recaudación vía impuesto inflacionario primero se incrementa, posteriormente llega a un nivel óptimo y después cae, mientras la tasa de inflación aumenta continuamente. El análisis simple que a continuación se realiza, utiliza este hecho económico para derivar algunas conclusiones respecto a la política antiinflacionaria. En particular, el corolario más fundamental del análisis es que el objetivo primordial de la política antiinflacionaria debería ser: reducir la deuda pública no monetaria de la economía,¹ y no tratar de detener a ultranza el crecimiento del circulante.

EL MODELO

Consideremos una economía en que la demanda de dinero en cada período está dada por:

$$\left[P_t M_t \right]_d = g(R_{1t})$$

donde P_t es el precio del dinero en términos de bienes, M_t es el acervo de dinero que existe en t y R_{1t} es la tasa bruta (es decir uno más la tasa de rendimiento) de rendimiento del dinero entre t y $t+1$.

Asumiremos que la función $g(R)$ satisface las condiciones que producen la curva de Laffer. Esto es, satisface:

¹ En Sargent y Neil, 1981, se obtiene este mismo resultado con un modelo discreto más general, de generaciones traslapadas. En Liviatan, 1983, se presenta un modelo continuo donde también se obtienen los mismos resultados.

$$g(R)(1-R)=h(R)>0 \quad \text{para } R \in (R,1) \quad (1)$$

$$h(R) \leq 0 \quad \text{para } R \leq \underline{R}, \underline{R} > 0$$

$$h'(R) < 0 \quad \text{para } R > R_m$$

$$h'(R) > 0 \quad \text{para } R < R_m$$

$h(R_m) > D$, donde D es un número positivo que representa el déficit fiscal del gobierno.

El gobierno enfrenta una demanda por deuda pública no monetaria tal que, al aumentar la colocación de ésta, su tasa de retorno bruta tiene que incrementarse. Esta tasa se denota como R_{2t} (entre t y $t+1$), y es siempre mayor que uno, lo cual es una condición de existencia del equilibrio estacionario cuando la deuda no monetaria es positiva (ver ecuación 7).

El gobierno financia así un déficit presupuestal D , definido como compras del gobierno menos impuestos, que es constante a través del tiempo. Su restricción presupuestal en cada periodo es:

$$D = P_t[M_t - M_{t-1}] + B_t - B_{t-1} R_{2t-1}$$

$$B(0) = 0, M(0) > 0 \quad (2)$$

donde M_t es el circulante y B_t la deuda no monetaria del gobierno.

ANÁLISIS DEL EQUILIBRIO ESTACIONARIO

En equilibrio tenemos que la oferta y la demanda de dinero se igualan:

$$M_t P_t = g(R_{1t}) \quad (3)$$

El gobierno escoge cualquier combinación de deuda monetaria (M_t) y no monetaria (B_t) que satisfaga (2) y (3).

Inicialmente supondremos que $B_t = 0 \forall_t$

$$\text{Entonces: } D = P_t [M_t - M_{t-1}] = P_t M_t - \frac{P_t}{P_{t-1}} P_{t-1} M_{t-1}$$

En un equilibrio estacionario: $R_{t-1} = R_t \forall_t$ y $P_t M_t = c$

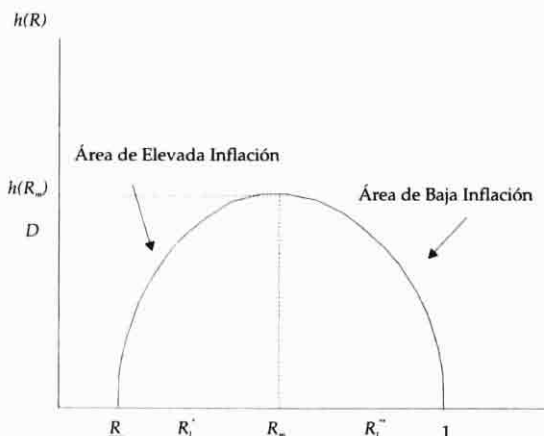
De esta forma:

$$D = g(R_t)(1-R_t) = h(R_t) < h(R_m) \text{ de (1)} \quad (4)$$

Asumiremos que $h(R_t) > 0$ para que exista un equilibrio estacionario con $D_t = D > 0 \forall_t$

Así, $R \in (R, 1)$

Usando las condiciones asumidas en (1), esto es, aquellas que producen una curva de Laffer, y graficando (4), tenemos:



Así que ambas R_t^* y R_t^* son consistentes con el mismo déficit fiscal y representan los dos equilibrios estacionarios cuando $B_t = 0$ \forall_t y $g(R_t)$ satisface (1).

Nótese que la tasa bruta de inflación es mayor en el equilibrio * que en el **. Así, el mismo déficit fiscal es consistente con dos inflaciones distintas.

Ahora analicemos el caso más general de un equilibrio estacionario, cuando:

$$B_t = B > 0 \text{ y } M_t P_t = c > 0 \quad (5)$$

En este caso:

$$D = g(R_t)(1 - R_t) - B(R_2 - 1) \quad (6)$$

Para que el equilibrio estacionario exista, requerimos que ambas D y B sean positivas y que se cumplan (5) y (6). Esto sucede cuando $D + B(R_2 - 1) \leq h(R_m)$.

Así que el conjunto de B 's consistente con el equilibrio está dado por:

$$0 < B < \frac{h(R_m) - D}{R_2 - 1}, \text{ o sea que } R_2 > 1 \text{ para que se cumpla} \quad (7)$$

DEUDA PÚBLICA NO MONETARIA E INFLACIÓN

Una pregunta interesante que podemos analizar ahora es: ¿qué le pasa a la tasa bruta de inflación en los diferentes equilibrios estacionarios caracterizados por niveles distintos de deuda pública no monetaria?

Para contestar esta pregunta, definamos:

$$H(R_l, R_2, B) = g(R_l)(1 - R_l) - B(R_2 - 1) \quad (8)$$

y consideremos que ambas R_l y R_2 son funciones de B . De la ecuación (8), es obvio que si la deuda pública no monetaria aumenta, $B(R_2 - 1)$ se incrementa y, dado que H está fija, ello implica que $h(R_l)$ (el impuesto inflacionario) tenga que aumentar; aunque la inflación no necesariamente se eleve. Para analizar qué le sucede a la inflación necesitamos $\frac{dR_l}{dB}$. Como estamos interesados en diferentes equilibrios estacionarios con la misma D , $dH = 0$ en estos equilibrios. Entonces, obtenemos de (8):

$$\left[g'(R_l)(1 - R_l) - g(R_l) \right] \frac{dR_l}{dB} - (R_2 - 1) - B \frac{dR_2}{dB} = 0$$

$$\text{o sea que: } \frac{dR_l}{dB} = \frac{(R_2 - 1) + B \frac{dR_2}{dB}}{g'(R_l)(1 - R_l) - g(R_l)}$$

Debido a que el numerador es positivo, el signo de $\frac{dR_l}{dB}$ es igual al signo del denominador. Si asumimos que $R_l > R_m$, es decir que la tasa de inflación de la economía es menor a aquella que recaudaría el máximo impuesto inflacionario, o sea que estamos en el área de baja inflación de la curva de Laffer, entonces el denominador es negativo, lo que implica que $\frac{dR_l}{dB} < 0$.

Como la tasa de inflación está dada por $\frac{1}{R_l}$, esto significa que una menor deuda pública no monetaria implica una menor inflación, aun cuando la oferta monetaria sea mayor en este caso. Es decir, una política monetaria menos restrictiva, pero acompañada de deuda pública no monetaria reducida (M alta y B baja), produce una tasa estacionaria de inflación menor. Esto ocurre, porque la deuda pública no monetaria tiene alto rendimiento en relación a la deuda monetaria. Mas precisamente, $R_2 > 1 > R_l$. Esto hace que

cuando la deuda pública no monetaria disminuye, no se requiere un rendimiento tan bajo del dinero (mayor inflación) para financiar el mismo déficit fiscal, cuando la economía está en el área de baja inflación de la curva de Laffer.

CONCLUSIÓN

En los equilibrios estacionarios analizados, una menor deuda pública no monetaria implica menor inflación, aun cuando la oferta monetaria sea mayor, en relación a lo que ocurre cuando la deuda pública no monetaria es mayor y la oferta monetaria es menor. Esto sucede porque la deuda pública no monetaria registra un rendimiento elevado, en relación a la deuda monetaria. Cuando la deuda pública no monetaria es reducida, se requiere un rendimiento mayor del dinero (menor inflación) para financiar el mismo déficit fiscal, si la economía está en el área de baja inflación de la curva de Laffer. Esto implica que la autoridad monetaria debería preocuparse más por el impacto de la deuda pública no monetaria sobre la inflación, cuando el rendimiento de dicha deuda pública es muy elevado en términos reales (superior al crecimiento real de la economía). En estas condiciones es más conveniente, en términos del objetivo antiinflacionario, financiar los requerimientos financieros del sector público con emisión de circulante en lugar de con mayor deuda no monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

Liviatan, N. "Tight Money and Inflation", *Journal of Monetary Economics*, 13(1), 1983: 5-15.

Lucas, R. E. Jr. y T. Sargent (edit)., *Rational Expectations and Econometric Practice*, University of Minnesota Press, 1981.

McCallum, B. T. "Monetarist Principles and the Money Stock-Growth Rule", *American Economic Review*, 71 (mayo), 1981, 134-138.

Miller, P., "Fiscal Policy in a Monetarist Model", *Staff Report* no. 67, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981.

Sargent, T. J. (1987), *Dynamic Macroeconomic Theory*, editorial Harvard University Press.

Sargent, T. J. y Neil Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Banco de la Reserva Federal de Minneapolis Quarterly Review* 5 (otoño de 1981):1-7.

Papel de la política económica en los procesos real y financiero (El caso de México)*

Alfredo Sánchez Daza**

INTRODUCCIÓN

EL PRESENTE trabajo se propone el estudio, a un nivel agregado, de la influencia de la política económica hacia las actividades productivas y financieras de la economía mexicana. Nos interesa investigar el impacto de la política económica, durante las dos décadas recientes, sobre el comportamiento y las interrelaciones entre los dos sectores: el real y el financiero. Este propósito de investigación no parte de una preocupación teórica ni tiene pretensiones en este sentido, aunque por supuesto reconocemos sigue siendo en la actualidad un tema de discusión central en la teoría económica y

* *Avance de una investigación que desarrolla el autor en el Doctorado de Economía Internacional y Desarrollo Económico en la Universidad de Barcelona, España. El autor agradece los comentarios del Dr. Ramón Sánchez Tavarés, docente e investigador del posgrado citado.*

** *Docente e investigador del Departamento de Economía de la UAM Azcapotzalco.*

de relevancia en el análisis empírico.¹ Los motivos nacen de las tendencias mostradas por la economía mexicana que a lo largo de la década de los ochenta y en lo que va de los noventa registra mayores y graves dificultades para obtener un crecimiento estable y sostenido, es decir, en el largo plazo la economía mexicana tiende a manifestar una incapacidad para evitar la frecuencia de las crisis así como su misma profundidad, mientras que simultáneamente a la tendencia del crecimiento de la economía en conjunto y del sector productivo en particular, la dinámica financiera con frecuencia ha evolucionado de forma muy distinta, incluso contraria a aquellas. (Ver Cuadro 1)

En esta contradicción ha influido en forma determinante, como factor de profundización de la misma, la estrategia económica adoptada durante el lapso de referencia, considerando dentro de ésta tanto a las políticas de corto plazo como a las orientadas a producir cambios estructurales.² La reforma financiera en particular ha producido transformaciones importantes en este sector, creando prácticamente un nuevo sistema financiero;³ sin embargo, consideramos que no sería correcto aislar los resultados derivados exclusivamente del proceso de desregulación y liberalización financiera, ya que éste forma parte de una estrategia de estabilización, que incluye otras políticas de corto plazo así como también de cambio estructural, de desregulación, apertura y priva-

¹ Véase al respecto el trabajo de Marco Romero Cevallos, 1992, quien hace una síntesis de los aspectos teóricos del tema y de las enseñanzas aportadas por distintos países latinoamericanos durante los años setenta y ochenta en el contexto de los procesos de liberalización financiera, específicamente estudia los casos de México, Chile y Ecuador.

² Una distinción conceptual entre políticas de estabilización y políticas estructurales y de corto y largo plazo es analizada en Fernández, 1995.

³ Borja (1991) expone ampliamente esta idea.

Cuadro 1

PIB Total, manufacturero y de servicios financieros
(Tasas de crecimiento promedio en %, 1980 = 100)

<i>Periodo</i>	<i>PIB Total</i>	<i>PIB/ Habitante</i>	<i>Manufacturas</i>	<i>Servicios Financieros*</i>
1970-80	6.7	3.6	6.3	5.1
1980-82	4.0	1.6	1.7	5.7
1980-85	1.9	-0.3	1.2	4.9
1985-90	1.4	-0.6	2.8	3.2
1980-90	1.7	-0.4	2.0	4.0
1981	8.8		6.5	6.3
1982	-0.5		-2.8	5.0
1983	-4.2		-7.8	3.9
1984	3.6		4.9	5.6
1985	2.6		6.1	3.6
1986	-3.8		-5.3	3.7
1987	1.9		3.0	3.6
1988	1.2		3.2	1.6
1989	3.3		7.2	2.9
1990	4.4		6.1	3.9
1991	3.6		4.0	3.8
1992	2.8		2.3	3.7
1993	0.6		-0.8	4.7
1994	3.5		3.6	5.2
1995p	-7.0		-6.4	0.4

**Incluye seguros y bienes inmuebles.*

p/ cifras preliminares

Fuente: elaboración propia con datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México.

tización que se han conjugado para acentuar la dicotomía entre el sector real de la economía y el sector financiero.

Las decisiones del sector real de la economía no están aisladas de la estructura financiera, en conjunto los mercados de crédito y de dinero influyen particularmente en las decisiones de inversión productiva, de esta forma las perspectivas y la incertidumbre en torno a los rendimientos de los diferentes activos, es decir, el "estado de confianza" de los "agentes" son factores clave para los tenedores de riqueza en la orientación que le den a esta última.

Los ciclos económicos inherentes a la economía capitalista pueden ser atenuados por la política económica, pero también ésta los puede exacerbar, éste ha sido el caso de la política monetarista,⁴ que a través de un conjunto de políticas o programas de estabilización y de cambio estructural han propiciado que el "estado de confianza" del capital financiero (local y extranjero) se oriente más hacia las actividades especulativas que a la inversión productiva. De esta forma, si la inversión productiva no crece, se estanca o se reduce abruptamente, sus consecuencias se traducen multiplicadamente sobre el producto, la renta y en los niveles reales y las proporciones del ahorro y el consumo de la sociedad. En condiciones de endeudamiento (interno y/o externo) y de inflación, la primera reacción que tendrá ésta es la de proteger sus niveles de sobrevivencia, y cuando haya un mínimo de incremento en la renta real, la parte adicional la orientará en esa dirección, es decir, a recuperar los niveles de gasto en consumo o abstenciones en ese sentido, antes que al ahorro. Esto indudablemente mostrará una economía con incapacidad para generar mayor volumen de ahorro interno como fuente de financiamiento para la inversión productiva. El distanciamiento entre el sector real de la economía y el sector financiero ya está presente, y si el gobierno no logra la estabiliza-

⁴ Para un recuento analítico amplio de las políticas monetaristas en América Latina ver Samuel Lichtensztein, 1979.

ción de la economía e instrumenta acciones de política en detrimento de la economía real o productiva, la incongruencia entre ésta y el sistema financiero se hará mayor. En México, desafortunadamente, ésta ha sido la situación predominante en los últimos quince años.⁵

No compartimos la idea de que los problemas por los que ha transitado y sigue viviendo la economía mexicana se deban a "errores" de política económica o de su instrumentación, pues en un periodo significativo de tiempo la presencia regular de ciertas tendencias no estarían obedeciendo a equívocos particulares o individuales en la instrumentación de la política económica o monetaria en especial.

Por el contrario, postulamos que es la estrategia económica de conjunto, la que por su esencia no corresponde a las necesidades propias de la economía nacional, es decir, que considerando ésta y los fenómenos económicos internacionales de inestabilidad, así como los de globalización y regionalización de la economía mundial, el asunto se ubica en un problema de ausencia de una estrategia que proporcione condiciones propicias para la construcción de un modelo de economía capaz de dar soluciones a los problemas económicos centrales del país, entendiendo estos últimos como los de orden macroeconómico y también los de dimensión estructural, tales como los de crecimiento, empleo, distribución desigual de la renta (es de las más inequitativas en el mundo) y de competitividad, entre otros.

La construcción de una economía basada a toda costa en una menor participación del Estado y una mayor privada en un ideal libre mercado, tiene como resultado el desarrollo de las tendencias oligopólicas tanto en la producción como en los mercados. Ejem-

⁵ *Dentro de una interpretación pragmática, la política económica, junto con otros diversos factores, tiene un papel central como causalidad en los problemas del crecimiento económico. Ver Angus Maddison, 1996.*

plos al respecto y de sobra conocidos los tenemos en el Cono Sur latinoamericano, aunque la experiencia mexicana se ha ganado a pulso el rango de ejemplo para el mundo en el mismo sentido.

La estrategia neoliberal en México efectivamente ha tratado de estabilizar la economía, no con mucha fortuna y sí con demasiados costos sociales,⁶ y al mismo tiempo ha contribuido al desarrollo del sector más concentrado de la economía: el sector financiero, mismo que, como hemos indicado, con frecuencia muestra una evolución muy propia, distinta o contraria al resto de la economía, en virtud de que las condiciones de incertidumbre y especulación —muchas veces favorecidas por las mismas políticas económicas— estimulan la dinámica estrictamente financiera antes que la dinámica productiva. La estrategia económica entonces, además de no lograr la estabilidad ni el crecimiento de la economía mexicana, ha operado como un factor distorsionador estructural de la misma, es decir, ha promovido un sector financiero inadecuado para el sector real de la economía, lo que en otras palabras significa la falta de condiciones apropiadas para el financiamiento productivo que sea sustento de un crecimiento sostenido con estabilidad. La forma en que se reproduce esta dicotomía y de cómo ha influido en ella la política económica es precisamente el asunto del que nos ocuparemos a continuación.

De acuerdo con lo anterior nuestra exposición la hemos organizado de la forma siguiente: en primer lugar exponemos el papel de las políticas de corto plazo en el comportamiento de la economía en general y en las dinámicas productiva y financiera en particular; en segundo lugar y con la misma finalidad analizamos la influencia de las políticas de mediano y largo plazo, conocidas como reformas estructurales; en tercer lugar estudiamos los resultados concretos de la política económica sobre la acumulación productiva y la

⁶ Una revisión más amplia de las políticas de estabilización en México se encuentra en Sánchez, 1992.

acumulación financiera; finalmente proporcionamos un apartado de síntesis y de las conclusiones más relevantes de la investigación.

LA ESTRATEGIA ECONÓMICA

Si observamos la evolución de la economía mexicana durante los últimos veinticinco años lo primero que es evidente es la dificultad o deterioro del crecimiento que comienza en la década de los ochenta, y en particular las drásticas caídas registradas en 1982-1983, 1986 y 1995. (Ver Cuadro 1) Sin embargo, a pesar del crecimiento registrado durante los años setenta ello no significa la ausencia de desequilibrios estructurales desde entonces. Prueba de ello son las presiones inflacionarias procedentes desde la segunda mitad de los años sesenta, originadas esencialmente por la crisis agraria y el agotamiento de este sector como sostén de la industrialización nacional a través del abastecimiento de bienes salariales a la sociedad y de divisas para las importaciones del sector industrial; las dificultades que esto significó para continuar con el proceso de sustitución de importaciones desarrollado por la industria que, a su vez, dieron paso al creciente déficit en materia de comercio exterior y el fin de la estabilidad cambiaria, en conjunto indican el final del modelo de industrialización; el creciente déficit gubernamental y su financiamiento con endeudamiento externo durante el sexenio de Luis Echeverría (1970-1976), son algunos de los rasgos de la economía mexicana que hacen ya evidente la crisis del modelo y que, al comenzar la segunda mitad de los años setenta, plantean la necesidad de una nueva estrategia económica.

La drástica caída de la economía mexicana en 1982 tiene como detonantes principales a la crisis de deuda externa y la crisis petrolera internacional. El auge petrolero y el flujo de financiamiento externo, desde dos años antes de la caída, si bien fueron factores centrales que dinamizaron el crecimiento a finales de la

década de los setenta y principios de los ochenta, es decir, operaron como los ejes centrales de la acumulación del conjunto de la economía nacional, posteriormente se convertirían en el talón de Aquiles de la misma: en el caso del petróleo porque el conjunto de la estrategia económica del país fue subordinada a la producción y exportación de petróleo crudo en un contexto de creciente sobreoferta internacional del hidrocarburo y de tendencia alcista en su precio; en el caso del endeudamiento externo porque éste creció desmedidamente ante la disponibilidad de recursos financieros internacionales con un precio relativamente bajo (aunque definido a tasas flotantes en los contratos de deuda), lo que desde el punto de vista oficial no representaría problema alguno debido a la solvencia supuestamente garantizada por la riqueza petrolera nacional.

La petrolización de la economía acompañada de un creciente endeudamiento externo fueron los factores característicos de una estrategia económica insostenible por mucho tiempo. La postura gubernamental no tuvo precaución para prever los límites de esas tendencias que comprometían cada vez más a la economía nacional. Tal fue su actitud frente a los primeros descensos del precio internacional del petróleo en 1981 que anunciaban el cambio de la tendencia alcista y que en 1982 se combinaría con el sorpresivo cierre del financiamiento externo a los países en desarrollo y la elevación de las tasas de interés internacionales. Cosa similar sucedió con la dolarización de pasivos de gran número de empresas y principalmente bancos, hasta que después de dos devaluaciones (febrero y agosto de 1982) el gobierno decidió nacionalizar la banca.

Es así como estos factores detonan la crisis y ponen en evidencia no sólo la incorrecta política económica sino también las dificultades macro y microeconómicas que ya arrastraba la economía mexicana desde que termina la década de los sesenta y que se profundizaron durante los setenta, pero cuya solución en general había sido pospuesta por la confianza que se depositó en el petróleo y la disponibilidad de financiamiento externo.

La etapa más crítica de la economía mexicana, desde la segunda posguerra, había comenzado. Una nueva estrategia económica es puesta en marcha para enfrentar la situación de emergencia, estrategia que no dejaría de caracterizarse por la subordinación que haría de los objetivos de crecimiento, ocupación y salarios a los propósitos de estabilización de la economía, es decir, la dependencia de los requerimientos de reestructuración productiva que garantizaran la recuperación del crecimiento sostenido a las necesidades de estabilidad macroeconómica.

LAS POLÍTICAS DE CORTO PLAZO

De acuerdo con el tipo de políticas aplicadas por la nueva estrategia orientadas a la estabilización macroeconómica, distinguimos tres etapas dentro del periodo de estudio: la primera que comprende el lapso de 1982 a 1987 y durante la cual destaca el uso de políticas típicamente monetaristas; la segunda se ubica entre 1988 y 1994, misma en la que son aplicadas políticas de corte heterodoxo; y la tercera que inicia con la crisis de diciembre de 1994 y en la que se observa un retorno a las políticas típicamente monetaristas.⁷

Simultáneamente a la aplicación de las políticas de estabilización en estas etapas la estrategia contempla un conjunto de reformas estructurales orientadas a reformar el estado y su papel en la economía, así como políticas destinadas a cambiar los niveles de competitividad de las empresas nacionales frente a los estándares internacionales por la vía de procesos de apertura

⁷ Como un fenómeno de péndulo, de ir y regresar al mismo lugar, ante la falta de opciones, las políticas ortodoxas no dejan de tener presencia en el quehacer de la política económica latinoamericana. Para una revisión de los enfoques de estabilización adoptados y su trasfondo teórico ver Schydrowsky, 1990.

de la economía. De estas reformas estructurales hablaremos en la sección siguiente. A continuación analizamos brevemente las políticas de corto plazo destinadas a la estabilización macroeconómica del país.

La primera etapa (1982-1987) de la nueva estrategia económica⁸ está caracterizada por la aplicación de un programa de ajuste gradual que supone a la inflación como un problema de demanda, razón por la cual son adoptados los mecanismos convencionales de estabilización monetarista. Inicialmente queda definida por la aplicación del Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) que tiene como propósitos explícitos la lucha antinflacionaria, la protección del empleo y la recuperación de las bases del desarrollo. La crisis desatada no sólo era una crisis de endeudamiento, fue también una crisis generalizada de la economía, aunque con sus excepciones, éste fue el caso del sector de los servicios financieros.

Las políticas adoptadas contribuyen a la caída de la economía, pues son estrictamente recesivas en los aspectos fiscal, monetario-crediticio, cambiario y salarial, áreas de estabilización tradicionalmente así recomendadas por el Fondo Monetario Internacional. Adicionalmente el programa comprende apoyos selectivos a la inversión, reducción y eliminación de subsidios cambiarios y en diversos bienes y servicios producidos por el sector público.

En materia fiscal el ajuste comprende aumento de los ingresos por la vía de la elevación de precios y tarifas y de una reforma fiscal; por el lado del gasto programable reducción y control tanto de los gastos administrativos como de inversión. Esto permite un ajuste sin precedentes en el balance económico primario. (Ver Cuadro 2).

El saneamiento de las finanzas públicas, sin embargo, se sostiene sobre bases poco sólidas: la mayor parte de los ingresos del gobierno federal provienen de la petrolización de la economía (ver

⁸ Un recuento de cifras y hechos, de 1968 a 1987, se encuentra en Basáñez, 1991.

Cuadro 2
Situación financiera del sector público
(Porcentajes del PIB)

<i>Año</i>	<i>Balance Público 1/</i>	<i>Balance Económico Primario</i>	<i>Balance Operacional</i>
1975	-9.3	-6.0	-6.8
1976	-9.1	-4.6	-4.1
1977	-6.3	-2.2	-2.6
1978	-6.2	-2.2	-3.4
1979	-7.1	-2.7	-3.8
1980	-7.5	-3.0	-3.6
1981	-14.1	-8.0	-10.0
1982	-16.9	-2.5	-5.5
1983	-8.6	4.0	0.4
1984	-8.5	4.8	-0.3
1985	-9.6	3.9	-0.8
1986	-15.9	2.5	-2.4
1987	-16.1	5.7	1.8
1988	-12.1	8.1	3.6
1989	-5.6	8.6	-1.7
1990 2/	-1.0	10.8	4.8
1990 3/	-4.0	7.8	1.8
1991 4/	2.0	9.1	6.4
1991 5/	-1.5	5.6	2.9
1992 4/	3.4	8.7	5.9
1992 5/	0.5	5.8	3.0
1993	0.7	3.7	1.5
1994	-0.3	2.4	n.d.
1995	n.d.	5.6	n.d.

1/ Hasta 1992 corresponde a balance financiero.

2/ Considera el efecto de la reducción negociada de la deuda pública externa.

3/ No considera el efecto de la reducción negociada de la deuda pública externa.

4/ Incluye los ingresos extraordinarios por la desincorporación de entidades públicas.

5/ Excluye los ingresos extraordinarios por la desincorporación de entidades públicas.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

<p><i>Cuadro 3</i> <i>Estructura de los ingresos presupuestales</i> <i>del gobierno federal (en %)</i></p>			
<i>Año</i>	<i>Total</i>	<i>Ingresos Petroleros</i>	<i>Ingresos No Petroleros</i>
1980	100.0	25.4	74.6
1981	100.0	27.1	72.9
1982	100.0	37.8	62.2
1983	100.0	43.9	56.1
1984	100.0	45.5	54.5
1985	100.0	44.8	55.2
1986	100.0	37.2	62.8
1987	100.0	40.4	59.6
1988	100.0	31.2	68.8
1989	100.0	29.9	70.1
1990	100.0	28.3	71.7
1991	100.0	23.4	76.6

Fuente: Elaboración propia con datos de la Cuenta de Hacienda Pública Federal.

Cuadro 3) y el servicio de la deuda externa representa una fuerte carga a la que se agrega el correspondiente a la deuda interna.

En efecto, la economía mexicana en los ochenta está sujeta a una fuerte transferencia de recursos al exterior, (ver Cuadro 4) provocada principalmente por el endeudamiento realizado en el lapso 1979-1981 (ver Cuadro 5), que se traduce en obligaciones de pagos importantes de intereses durante la década y que por la falta de crecimiento de la economía y los problemas en el renglón exportador el país se ve frecuentemente cuestionado en su capacidad de pago de los mismos que lo llevan inevitablemente a la renegociación de la deuda externa (Ver Cuadro 6). La situación del sector público es más compleja pues ante la escasez de financiamiento externo consecuentemente combina el endeudamiento externo con

el interno (ver Cuadro 7), esta fuente alternativa de financiamiento gubernamental se apoya en la colocación de valores, con vencimiento a corto plazo y de renta fija, en el mercado abierto local (la participación de los Cetes en la deuda interna del sector público a través de valores en 1987 alcanza su máximo histórico de 88.3%) (ver Cuadro 8). Este doble endeudamiento restringiría más las posibilidades de gasto del gobierno federal por el peso significativo que alcanza en conjunto el pago de intereses tanto de la deuda externa como de la interna en las erogaciones totales de aquél (casi un 60% en 1987). (Ver Cuadro 9)

La venta de empresas paraestatales inicia en esta etapa, sin embargo, las ventas más significativas se realizarán en la siguiente etapa de estabilización por lo que su impacto en las finanzas públicas es notorio hasta entonces.

El ajuste en el área cambiaria se remitió a depreciar el tipo de

<p><i>Cuadro 4</i> <i>Transferencia neta de recursos*</i> <i>(Millones de dólares y porcentajes)</i></p>		
<i>Periodo</i>	<i>Transferencia Neta de Recursos</i>	<i>Relación porcentual con las exportaciones de bienes y servicios</i>
1982-1990	-71829.0	
1991-1995	20433.0	35.5
1991	14107.0	35.5
1992	17091.0	30.6
1993	19698.0	32.1
1994	-533.0	-0.8
1995 p/	-29930.0	-32.9

*Transferencia de recursos = ingreso neto de capitales - pago neto de utilidades e intereses, por lo que las cantidades negativas indican transferencia de recursos hacia el exterior.

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro 5
Deuda externa total desembolsada*
(Millones de dólares y tasas de variación)

Saldos a fines del año							Tasas anuales de variación					
1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995 p/	1979-81	1982-83	1984-93	1994	1995 p/
100,900	95,100	101,900	114,900	114,000	127,600	136,578	153,578	30.2	11.9	3.1	6.2	12.7

* Las cifras corresponden al criterio tradicional de deuda externa empleado por la Secretaría de Hacienda: crédito de bancos extranjeros y colocaciones de deuda en los mercados financieros internacionales. El criterio no considera la residencia del acreedor (nacional ó extranjero) ni la moneda en que se emite o se denomina el rendimiento (pesos ó divisas). Si fuera adoptado este último criterio, el monto de deuda en 1994 sería de 152,955 millones de dólares: 136,464 + 16,491, tesobonos en manos de extranjeros y mexicanos (Banamex, enero/96, pp. 18-19).

p/ cifras preliminares

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro 6
Intereses, deuda externa y exportaciones
(en porcentajes)

Concepto	1979-1981	1982-1983	1984-1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Intereses totales devengados/ exportaciones de bienes y servicios	31.8	42.5	34.6	28.2	24.2	23.4	17.3	18.3	17.4	14.0
Deuda Externa Total desembolsada/ Exportaciones de bienes y servicios	274	340	365	288	265	289	204	208	192	168

p/ cifras preliminares

Fuente: SHCP y Banco de México

Cuadro 7
Deuda neta del sector público
(como porcentajes del PIB)

Año	Económica Amplia			Consolidada con Banco de México		
	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa
1981	38.4	14.4	24.0	37.4	15.7	21.8
1982	88.4	26.3	62.1	85.6	24.2	61.5
1983	76.7	22.7	54.0	74.7	24.3	50.4
1984	67.7	19.4	48.3	65.9	22.4	43.6
1985	79.8	20.5	59.3	77.8	21.3	56.5
1986	119.7	27.1	92.6	117.0	28.4	88.7
1987	119.4	21.8	97.6	114.7	27.5	87.2
1988	71.2	21.7	49.5	68.3	20.0	48.3
1989	63.7	21.8	41.9	60.8	19.5	41.3
1990	51.6	20.4	31.2	48.9	19.5	29.4
1991	39.0	14.4	24.6	36.3	15.9	20.4
1992	27.1	6.8	20.3	24.6	8.4	16.3
1993	24.2	5.3	18.9	21.7	8.5	13.2
1994	37.3	5.4	31.9	36.2	5.4	30.8
1995	44.4	2.0	42.4	43.6	0.5	43.0

Fuente: Banco de México.

Cuadro 8
Composición de la deuda interna del sector público a través de valores*
 (Millones de pesos a valor de mercado y en porcentajes)

Saldos al final de cada año	Circulación Total de Valores \$	Cetes %	Petrobonos %	Bonos de Deuda Pública %	Bonos de Industrialización Bancaria %	Pagos de la Tesorería de la Federación %	Bancos de Desarrollo %	Bonos %	Obligaciones de Empresas Públicas %	Ajustes %	Tesobonos %
1980	618	8.7	2.3	89.0	...	...	...	...	...	...	...
1981	948	10.1	1.3	88.6	...	...	...	...	...	...	...
1982	2,452	13.1	0.9	85.9	...	...	...	...	0.2	...	...
1983	3,486	17.7	0.9	78.2	3.0	...	...	...	0.2	...	...
1984	4,853	16.4	1.4	79.4	2.6	...	...	...	0.1	...	...
1985	6,047	39.0	7.2	51.5	2.1	...	...	...	0.2	...	...
1986	10,462	77.9	8.5	11.5	1.0	15.7	...	0.1	0.1	...	...
1987	31,723	86.3	8.4	1.1	0.3	0.4	1.1	0.1	0.4	...	...
1988	72,971	57.6	1.7	9.6	1.2	3.1	27.7	0.8	0.2	2.6	0.2
1989	122,743	44.0	0.7	5.4	0.8	0.5	45.4	0.8	0.2	8.7	0.8
1990	161,433	44.6	0.5	4.0	0.8	1.0	40.4	0.8	0.3	22.9	0.5
1991	170,314	42.5	0	0	0	0.8	34.0	0.8	0	27.6	0.6
199	133,403	44.5	0	0	0.8	0	27.6	0.8	0	24.9	2.8
1993	135,611	59.7	0	0	0.8	0	12.6	0.8	0	16.7	55.3
1994	171,306	23.2	0	0	0.8	0	4.9	0.8	0	...	...
1995	135,221	35.9	0	0	0.8	0	33.3	0	0	29.1	1.7

*Excluye los depósitos constituidos por el Gobierno Federal en el Banco de México para la adquisición de valores con depósitos de regulación monetaria.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Cuadro 9
Participación del pago de intereses
en el gasto del gobierno federal
(Millones de pesos y porcentajes)

<i>Año</i>	<i>Gasto Neto Total 1/ A</i>	<i>Intereses 2/ B</i>	<i>% B/A</i>
1980	816.5	78.4	9.6
1981	1339.6	180.1	13.4
1982	2870.9	1111.2	38.7
1983	4684.3	1716.3	36.6
1984	7037.3	2334.4	33.2
1985	11684.0	4454.3	38.1
1986	22726.6	11778.2	51.8
1987	60517.3	36149.2	59.7
1988	108363.0	62653.3	57.8
1989	117212.9	59046.0	54.4
1990	139209.9	60040.6	43.1
1991	147375.1	43405.6	29.5
1992	168639.7	38770.4	23.0
1993	188422.6	30856.9	16.4

1/ Es la suma del gasto programable y el no programable.

2/ Incluye intereses, comisiones y gastos de deuda.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal.

cambio (ver Cuadro 10) a fin de mantenerlo subvaluado en niveles significativos, tanto del tipo de cambio controlado como del libre, y favorecer con ello el ajuste de las cuentas comerciales con el exterior, pero con la consecuencia negativa de realizar esfuerzos mayores en el cumplimiento de los compromisos con el exterior al tener que pagar más pesos por dólar. De esta forma es como la

política cambiaria se convierte en un desaliento para las compras y un estímulo para las ventas externas. Es alcanzado un superávit en balanza comercial, en el lapso 1982-1987, que comenzaría a decrecer desde 1988 (ver Cuadro 11), sin embargo, este logro es obtenido en condiciones de estancamiento de la economía. La depreciación del tipo de cambio actuó como elemento compensatorio frente al pago de intereses al exterior, pues promovió las exportaciones por la vía de hacer más competitivos, en términos de dólares, a los productos de exportación, pero fue contraproducente para los esfuerzos que se tuvieron que realizar en el pago del servicio de la deuda externa.

En el corto plazo la política cambiaria empleada como mecanismo de ajuste del sector externo, dio sus resultados en ese plazo, pero es un error abusar de ella si se concibe como instrumento de cambio estructural del sector, no hay experiencia que así lo demuestre ni mecanismos que le permitan efectos de esta magnitud. Simultáneamente a la aplicación de la política cambiaria, durante el lapso 1985-1987, es puesta en marcha una política comercial orientada al cambio estructural del sector externo a través de medidas que hacen de la economía mexicana una de las más abiertas del mundo y cuyo efecto, aunque debería sentirse en el mediano y largo plazo, el sector externo registra sus primeros resultados en el corto. Uno de ellos es el incremento en las exportaciones manufactureras desde 1986 (año en que México es aceptado en el GATT), aumento que no alcanza a compensar la caída del valor de las exportaciones petroleras a raíz de la segunda crisis de los precios de los hidrocarburos en el mismo año. (Ver Cuadro 12)

Las políticas monetaria y crediticia también mostraron un efecto recesivo. Las altas tasas de interés (que pasan a representar un costo mayor para la deuda pública interna y para las empresas necesitadas de recursos crediticios) y el uso de una parte significativa de los recursos bancarios por parte del gobierno federal, vía depósitos obligatorios en el Banco de México, alentaron, combinadamente

con la drástica reducción del gasto público y de los salarios reales, el declive de la economía a través de contraer la demanda agregada.

El saldo favorable obtenido en balanza comercial en tales condiciones, sin embargo, deriva, por una parte, de una drástica contracción de las importaciones, resultado a su vez de una economía en receso, por otra, también es resultado de la comercialización de volúmenes crecientes de petróleo crudo al exterior, lo que fue preciso a fin de que su valor en dólares fuera significativo en el total de exportaciones. La cuenta de servicios, específicamente en el renglón de los servicios factoriales, es afectada principalmente por el peso importante que adquiere el pago de intereses de la deuda externa.

Los resultados de la nueva estrategia económica en esta primer etapa pueden resumirse en la forma siguiente:

- a) Se logra el ajuste de las finanzas públicas, más no su saneamiento, la proporción que guardan los ingresos petroleros en el total de los ingresos presupuestales es significativa lo que es un riesgo importante en virtud de la inestabilidad de los precios internacionales de los hidrocarburos (en 1986 registran su segunda crisis internacional). El pago de intereses de la deuda externa, a los cuales se agregan los de la deuda interna, constituyen otro límite al saneamiento financiero gubernamental.
- b) El sector externo también es ajustado, pero como en el caso de las finanzas públicas, está sujeto al descenso de los precios internacionales de los hidrocarburos y a los compromisos de pago del servicio de la deuda externa.

El programa de ajuste de corto plazo alcanza estas metas, pero sujetas a las restricciones señaladas, y a costa de una mayor inflación y la contracción del producto, el empleo y de los salarios reales. En general, el clima de inestabilidad y especulación financiera y

Cuadro 10
Tipo de cambio efectivo real
(1990 = 100)

<i>Año</i>	<i>%</i>
1985	83.4
1986	121.8
1987	132.7
1988	109.6
1989	100.2
1990	100.0
1991	90.9
1992	85.6
1993	80.5
1994	85.7

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

cambiaría que acompaña al período, junto con los efectos recesivos del programa de estabilización, realmente no le dieron oportunidad al sector productivo durante esta etapa. La especulación financiera a través de las operaciones de mercado abierto (por medio particularmente del auge del mercado de dinero y la promoción de éste por parte del gobierno federal) fue más favorecida (a tal grado que en 1987 produce una nueva crisis) en contraste con el financiamiento productivo, que además de escaso y caro (resultado previsto por el programa de ajuste), y en un clima de alta incertidumbre, tuvo pocos o nulos incentivos.

El aumento acelerado de la inflación y su falta de control había demostrado no la insuficiencia sino la incapacidad de la estrategia de estabilización. Esta es la razón de que fuera sustituido el programa de ajuste tradicional por otro de tipo heterodoxo, mismo que ya había sido probado recientemente en Argentina y Brasil, y cuyos resultados habían sido poco afortunados. Es la política de Pactos,

Cuadro 11
Balanza de pagos
(Saldos en millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Cuenta Corriente</i>	<i>Balanza Comercial</i>	<i>Balanza de Servicios</i>	<i>Cuenta de Capital</i>	<i>Errores y Omisiones</i>	<i>Variación de Reserva</i>
1975	-4,426	-3,191	-1,235	6,112	-1,521	165
1976	-3,578	-2,247	-1,331	6,860	-3,615	-333
1977	-1,428	-544	-884	1,255	669	496
1978	-2,683	-1,226	-1,456	1,673	1,229	220
1979	-4,937	-2,189	-2,748	4,064	1,059	256
1980	-10,434	-3,058	-7,376	11,378	-143	1,019
1981	-16,241	-3,877	-12,364	26,595	-9,219	1,012
1982	-5,889	7,046	-12,934	9,997	-7,410	-3,185
1983	5,860	14,104	-8,245	339	-3,079	3,101
1984	4,183	13,184	-9,001	1,306	-2,136	3,201
1985	800	8,398	-7,599	-315	-2,907	-2,328
1986	-1,372	5,020	-6,392	2,715	-740	985
1987	4,240	8,788	-4,548	-1,188	3,048	6,924
1988	-2,375	2,610	-4,985	-1,164	-3,195	-7,127
1989	-5,822	405	-6,227	3,177	3,041	272
1990	-7,449	-882	-6,567	8,163	2,518	3,414
1991	-14,892	-7,278	-7,614	24,942	-1,912	7,822
1992	-24,803	-15,933	-8,870	26,544	-568	1,161
1993	-23,399	-13,480	-9,910	32,482	-3,142	5,983
1994	-29,419	-18,463	-10,955	14,584	-3,556	-18,389
1995	654	7,088	-7,742	15,112	-4,867	9,592

Fuente: Banco de México

así conocido en el país el programa heterodoxo, que se desarrolla durante la segunda etapa de estabilización, comprendiendo desde el 15 de diciembre de 1987 hasta 1994 (aunque en el Pacto de este último año estuvo ausente el consenso tradicional con que fueron acordados todos los anteriores). El objetivo de este programa de

Cuadro 12
Estructura de las exportaciones (FOB) por tipo de bien
(Millones de dólares)

Año	Exportaciones Totales 1/	Participación		Manufactureras 4/ %
		Petroleras 2/ %	No Petroleras 3/ %	
1975	3,208	15.0	85.0	50.8
1976	3,816	14.8	85.2	49.0
1977	4,848	21.4	78.6	47.1
1978	6,312	29.5	70.5	43.3
1979	9,306	42.7	57.3	34.5
1980	15,512	67.3	32.7	19.5
1981	20,102	72.5	27.5	16.7
1982	21,230	77.6	22.4	14.2
1983	22,312	71.8	28.2	20.5
1984	24,196	68.6	31.4	23.1
1985	21,664	68.2	31.8	23.0
1986	16,158	39.0	61.0	44.8
1987	20,495	42.1	57.9	47.6
1988	20,546	32.7	67.3	56.0
1989	22,842	34.5	65.5	55.2
1990	26,838	37.7	62.3	52.0
1991	26,855	30.4	69.6	58.7
1992	27,516	30.2	69.8	60.8
1993	30,033	24.7	75.3	66.0
1994	34,613	21.5	78.5	69.7
1995	48,438	17.4	82.6	73.2

1/ No incluye maquiladoras.

2/ Incluye petróleo crudo, gas natural, derivados del petróleo y petroquímica.

3/ Incluye agropecuarias, extractivas y manufacturas, éstas últimas excluyen petroquímica y derivados del petróleo.

4/ Excluyen petroquímica y derivados del petróleo, así como maquiladoras.

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

estabilización es el abatimiento de la inflación, objetivo no alcanzado en la etapa anterior, y como en ésta, el curso de la economía es subordinado al propósito de reducción de la inflación.⁹

Teóricamente el país reúne las condiciones requeridas por este tipo de política de estabilización: alta inflación con características inerciales (de 160% en 1987), control de distintos sectores de la economía (fiscal y externo), tipo de cambio significativamente subvaluado, que junto a un importante monto de reservas acumuladas y por el superávit comercial logrado, no habría motivo para usar maxidevaluaciones, lo que es compatible con la política de tipo de cambio fijo recomendada por la heterodoxia ya que el tipo de cambio operaría como ancla nominal de los precios; un esquema de concertación base de la política económica y el ajuste previo de precios relativos, de esta forma la estructura que habría de ser congelada tendría un margen de maniobra.

Con arreglo a la tendencia mostrada por los precios en esta etapa, distinguimos tres momentos o fases: la primera que puede llamarse de adecuación inicial comprendiendo el lapso de diciembre de 1987 a febrero de 1988, la cual observa una alineación generalizada de precios públicos y privados; en una segunda fase localizamos un abatimiento rápido de la inflación que considera de marzo de 1988 a octubre del mismo año; en la tercera, diciembre de 1988 a diciembre de 1994, se registra un control acentuado y una reducción gradual de la inflación.

La primera fase heterodoxa está definida por los ajustes de precios públicos y privados, del salario mínimo, el tipo de cambio y los precios agrícolas; como en la etapa anterior, se sigue con el ajuste de las finanzas públicas, en el caso del sector externo se continua con el proceso de apertura iniciado desde 1985.

El ajuste inicial de las variables representaría una adecuación

⁹ *Un análisis de los primeros planes heterodoxos aplicados en algunos países del sur de América se encuentra en Marino y Rubli 1987.*

inicial de precios relativos y fundamental para los propósitos de fijación o congelamiento temporal de los mismos en los siguientes diez meses en forma ininterrumpida (de marzo a diciembre de 1988).¹⁰

La inflación registra una reducción rápida en la segunda fase,¹¹ tendencia en la que fue determinante la fijación de todas las variables señaladas anteriormente. Es fundamental esta fase, pues el rigor con que es aplicado el programa impide el resurgimiento de la alta inflación, lo que a su vez permite la entrada a una siguiente fase de inflación moderada y bajo control.

Así, el control y la reducción gradual de la inflación, que define una tercer fase y la más prolongada, permite niveles de precios mucho más bajos, a pesar del rezago que comienza a sentirse en algunos de ellos, hecho que a su vez da lugar a una flexibilización de precios claves, prácticamente generalizada desde mayo de 1990. El descenso es tal que, salvo algunos altibajos como el de 1990, la inflación alcanza un dígito en 1994.

El balance que se puede hacer de la aplicación del programa de estabilización heterodoxo es que tuvo un éxito relativo, por lo menos durante el tiempo que comprende esta segunda etapa y desde el punto de vista macroeconómico cuyo objetivo principal consistió en la reducción y control de la inflación,¹² propósito no alcanzado en la etapa anterior por el programa de ajuste tradicional.

Todo programa de estabilización aspira a ser lo menos recesivo posible, en la primer etapa el programa tradicional no logró resol-

¹⁰ Las condiciones concretas de como sucede este ajuste en Argentina, Brasil y Perú, son analizadas por Fanelli, 1987; Días Carneiro, 1987; y Schuldt, 1985; respectivamente.

¹¹ En relación con este problema en las experiencias heterodoxas, vistas a través de un estudio comparado, ver Ocampo, 1987, pp. 21-28.

¹² Una discusión entre las metas y lo alcanzado durante el periodo de Pactos se encuentra en Acevedo, 1992, p. 3.

ver este problema, el programa heterodoxo es recesivo durante los primeros tres trimestres de 1988, posteriormente logra que la economía registre incrementos positivos aunque con dificultades para recuperar un crecimiento sostenido y con un comportamiento menos desigual entre los diferentes sectores de la economía.

En la primer etapa, de la triada de objetivos del programa de estabilización ortodoxo son alcanzados los ajustes de las finanzas públicas y del sector externo, bajo las restricciones comentadas anteriormente; quedó pendiente el asunto de la inflación. Ahora, el programa heterodoxo lo que logra es el ajuste de los precios, continuando con el de las finanzas públicas, pero con el inconveniente de un sector externo cada vez más en desequilibrio, (para Banco de México las causas eran distintas y por tanto no de preocupación) que requirió de un financiamiento de capital externo en montos crecientes (con la consecuente sobrevaluación paulatina del tipo de cambio real en virtud de la postura gubernamental de mantener prácticamente fijo el tipo de cambio nominal, clave dentro de la estrategia de contención de precios), lo que a su vez pudo conseguirse esencialmente por el ofrecimiento de altos rendimientos reales internos. Este atractivo financiero fue sin duda un estímulo para la entrada de capital externo que en su mayor parte se fue orientando hacia las inversiones de cartera, aunque con ello la economía pasó a depender nuevamente de una variable exógena.¹³ De esta forma la nueva modalidad de funcionamiento de la economía muestra los riesgos y costos de la estrategia adoptada.

La estrategia económica logra una estabilización macroeconómica parcial, pero privilegiando nuevamente la especulación financiera, en contraste con el financiamiento productivo que, a pesar de la disponibilidad de recursos mayores durante esta segunda etapa, se vio desalentado también por las altas tasas de interés

¹³ Calva, 1996, p. 25.

del mercado de crédito en desregulación (en los primeros años hay un auge del mismo, posteriormente su crecimiento es más lento).

La estrategia económica continuó en esta segunda etapa con el proyecto modernizador del estado, vía la privatización de empresas paraestatales incorporando ahora la de los bancos comerciales y otras empresas importantes como Teléfonos de México, y con la política de apertura, el TLC incorpora ya la apertura de los servicios financieros. El modelo económico neoliberal parecía tener éxito, sin embargo, los acontecimientos de diciembre de 1994, que definen el inicio de una tercer etapa de la estrategia económica, echaron abajo

Cuadro 13
Profundidad financiera
(como % del PIB)

<i>Año</i>	<i>M2</i>	<i>M4</i>	<i>Ahorro Financiero</i>
1980	28.9	31.3	20.3
1981	31.1	33.9	23.2
1982	33.3	37.2	26.9
1983	29.5	34.1	26.1
1984	30.4	35.3	23.4
1985	27.7	33.3	25.8
1986	32.2	41.2	33.5
1987	31.8	43.7	36.4
1988	22.4	34.4	28.7
1989	24.6	39.9	33.7
1990	26.6	43.2	35.9
1991	31.1	44.8	32.1
1992	31.8	45.6	33.2
1993	32.9	52.5	39.9
1994	36.3	59.1	46.7

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

todo optimismo, no sólo el que en cierta medida habían ganado las políticas heterodoxas, sino el de toda la estrategia adoptada desde la crisis de 1982.

No fueron "errores" de política la causa de las crisis. La economía mexicana seguía mostrando sus problemas estructurales pendientes por resolver mismos que la estrategia económica se encargó de profundizar. En el caso de las políticas de corto plazo así sucedió, pero también otro tanto con las políticas de mediano y largo plazo. Sobre éstas nos referimos a continuación.

LAS MEDIDAS DE LARGO PLAZO

La estrategia económica, además de los programas de estabilización, cuyas políticas han estado orientadas a la estabilización macroeconómica en el corto plazo, comprende medidas que se han propuesto alcanzar efectos a largo plazo o cambios estructurales de la economía. Nos referimos al conjunto de reformas orientadas a sanear las finanzas públicas, elevar la competitividad externa y modernizar el sistema financiero.

Con los programas de estabilización de corto plazo, las medidas de largo plazo definen esencialmente, por la dimensión de su impacto, un nuevo modelo de economía, consideran a las reformas fiscales, la apertura del comercio exterior, la privatización de las empresas paraestatales y de los bancos, así como la desregulación y apertura de los servicios financieros.

El saneamiento de las finanzas públicas, generalmente incluyó los ajustes en el gasto, pero también el renglón de los ingresos. Al respecto destacan las modificaciones y reformas tributarias, la descentralización de la recaudación y la fiscalización, y el ajuste de precios y tarifas públicas.

Algunas medidas son relevantes en particular, de las cuales nos remitimos a su simple señalamiento:

Cuadro 14
*Financiamiento total otorgado por el sistema bancario
 consolidado y su distribución por sectores**
(como % del PIB)

<i>Año</i>	<i>Total</i>	<i>Sector Público</i>	<i>Sector Privado</i>
1980	44.5	23.9	17.3
1981	48.9	27.5	18
1982	69.3	50.8	15.3
1983	58.6	42.6	12.5
1984	52.8	35.4	14.2
1985	58.8	41.2	14.1
1986	75.9	56.5	14.5
1987	71.5	50.5	15.1
1988	50.1	32.7	13.7
1989	50.7	28.4	18.7
1990	48.5	22.1	21.8
1991	49.7	17.0	27.0
1992	51.6	10.8	34.0
1993	53.2	6.2	38.6
1994	72.1	11.3	49.3

**Considera el financiamiento en moneda nacional y extranjera otorgados únicamente a los sectores no financieros.*

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

- Los cambios en el impuesto sobre la renta hechos para aumentar la eficiencia fiscal y adaptarlo a los cambios estructurales y a los nuevos instrumentos financieros; tal es el caso del subsidio fiscal de hasta un 50 por ciento del monto que por concepto de Impuesto sobre la Renta debían cubrir los contribuyentes con ingresos inferiores a cinco salarios mínimos.

Cuadro 15
Evolución de la formación bruta de capital fijo
real por sectores
(Tasas de crecimiento promedio anual, 1980=100)

<i>Periodo</i>	<i>Total</i>	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>
1980-1984	-7.3	-5.6	-9.8
1985-1988	-2.3	1.7	-10.3
1989-1993	7.6	10.2	-0.7

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

- La elevación del Impuesto al Valor Agregado de 10 a 15 por ciento (con Miguel de la Madrid), después (con Salinas de Gortari) reducción del mismo a 10 por ciento, y más recientemente su elevación de nuevo a 15 por ciento.
- La reducción gradual de la tasa del impuesto sobre la renta de las empresas, que de 42 por ciento en 1988 disminuyó hasta 35 por ciento en 1991.
- La reducción de la tasa máxima del impuesto a las personas físicas, que entre 1988 y 1992 bajó de 40 a 35 por ciento.
- Pago del Impuesto al Valor Agregado, y de otros impuestos, a través de las principales sociedades de crédito.

Es importante destacar que las reducciones en las cargas fiscales sobre la sociedad están asociadas, por lo menos, a dos hechos: uno, a que suceden cuando la economía muestra cierto crecimiento positivo, lo cual indica el efecto directo proporcional de los cambios en la renta sobre la recaudación, este es el caso de los años más recientes de la segunda etapa; otro, el acento que ha puesto la política fiscal en la ampliación de la base gravable, que al crecer puede incidir positivamente sobre la recaudación, sin necesidad de aumentar las tasas impositivas.

Cuadro 16
Inversión fija bruta por sectores
(como % del PIB)

<i>Año</i>	<i>Total</i>	<i>Privada</i>	<i>Pública</i>
1980	24.8	14.1	10.7
1981	26.4	14.3	12.1
1982	23.0	12.8	10.2
1983	17.6	11.0	6.6
1984	17.9	11.3	6.6
1985	19.1	12.5	6.6
1986	19.5	12.9	6.5
1987	18.5	13.2	5.2
1988	19.3	14.2	2.0
1989	18.2	13.3	4.8
1990	18.6	13.7	4.9
1991	19.5	14.9	4.6
1992	20.8	16.6	4.2
1993	20.4	16.2	4.2
1994	20.7	16.4	4.3
1995 p/	16.3	n.d.	n.d.

p/ = preliminar.

n.d. = no disponible.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

La inflación decreciente fue favorable a la recaudación fiscal, misma que reportó una elevación importante de los ingresos presupuestales del gobierno federal. Este es un resultado de la reforma tributaria. Otro cambio importante es el que registra la composición de tales ingresos, los ingresos no petroleros alcanzan una participación más significativa en relación con los ingresos procedentes de los hidrocarburos. Este hecho es notorio a partir de 1986. (Ver Cuadro 3)

El superávit económico primario del sector público registrado ininterrumpidamente desde 1983 hasta la actualidad (ver Cuadro 2) es resultado del ajuste sin precedentes por el lado del gasto, en gasto corriente pero particularmente en gasto de inversión con el retraso a largo plazo que significa para el país en materia productiva. Es producto también del incremento y de un cambio importante en la estructura de la recaudación. Como quiera que sea, este superávit es en general un costo para la sociedad que se recrudece en todos los períodos de crisis y de ajuste (casos de 1982-1983, 1987-1990 y 1995-1996) contribuyendo de esa forma el estado a la contracción de la economía.

Si se consideran los aspectos financieros del balance público, se observa (Cuadro 2) que la renegociación de la deuda pública externa fue un factor determinante para la disminución sustancial del déficit financiero que se arrastra desde la década de los setenta y que se complicó durante la mayor parte de los ochenta, y vuelve a complicarse en 1995-1996.

La reestructuración paraestatal fue también otro factor que contribuyó en forma importante al saneamiento de las finanzas públicas, además de su papel fundamental desempeñado en la redefinición del estado en la economía. Las empresas gubernamentales de todos los sectores de la actividad económica fueron sometidas a procesos de privatización, liquidación o fusión con otras empresas públicas. Es tal la relevancia de esta reforma para el saneamiento de las finanzas gubernamentales que al contabilizar los ingresos extraordinarios por concepto de la desincorporación de las empresas públicas el balance financiero del sector público llega a ser superavitario. Tales son los ingresos liberados por la renegociación de la deuda externa y los obtenidos por las privatizaciones que le es posible al gobierno federal amortizar deuda interna y externa. Por supuesto que no se incluyen en estas reflexiones los pagos al exterior adelantados en 1995 y 1996 pues responden a otras causas. La condición económica y financiera

gubernamental abre una nueva etapa crítica a partir de la crisis de diciembre de 1994 por los compromisos de pago del servicio y el principal de deuda externa se están haciendo y que se tienen que realizar en los próximos años. Es de esperarse entonces que continúe la política austera en materia de gasto público y que se complique la recaudación por esta misma causa así como por la aceleración de la inflación (la caída en los ingresos tributarios reales entre enero y julio de 1996 es estimada en un 10 por ciento). Esta es la razón de los intentos de acelerar la privatización en petroquímica, transportes, puertos y ferrocarriles. Después de ello ya no habrá nada que privatizar y la esperanza de obtener recursos por este concepto habrá terminado; por supuesto, no es el único objetivo de privatizar, se habrá logrado aminorar sustancialmente la participación del Estado en la economía.

La política comercial es adoptada como el sustento para elevar la competitividad de la empresa mexicana en el exterior. Pero también esta reforma fue concebida como un mecanismo de apoyo a la estabilización de la economía. Es decir, es instrumentada para producir efectos a largo plazo o estructurales, concretamente para generar cambios en los precios relativos, eliminar el sesgo antiexportador de la política económica y promover la modernización de la planta industrial, pero también para apoyar la lucha antinflacionaria.

El antecedente de la liberación comercial en el régimen de importación es un sistema de aranceles ad valorem, con precios oficiales, para contrareestar la sobrefacturación y de controles cuantitativos, en forma de cuotas y permisos previos. La restricción más importante a las importaciones es determinada por el sistema de controles cuantitativos, aunque los aranceles para algunos productos alcanza el 100 por ciento.¹⁴

El decreto de julio de 1985, que elimina precisamente los con-

¹⁴ *Ten Kate, 1992.*

troles cuantitativos para un número significativo de fracciones arancelarias, marca prácticamente el inicio de la liberación comercial. En él se suprimen los permisos previos para casi todos los productos intermedios y de un número importante de bienes de capital. De 8000 fracciones arancelarias, únicamente 908 quedaron bajo control, la mayoría relacionada a bienes de consumo final.

El programa de apertura da otro paso en marzo de 1986 momento en el que es conocido el calendario de desgravación que establece una reducción escalonada de todos los aranceles. Así, el arancel máximo, que después de la supresión de la tasa del 100 por ciento a principios del año había quedado en 50 por ciento, se reduciría en cuatro etapas equidistantes para ubicarse en 30 por ciento hasta octubre de 1988.

La entrada de México al GATT en el verano de 1986 fue facilitada por los avances que había tenido el programa de apertura. La entrada a dicho organismo fue condicionada por el requisito de eliminar el sistema de precios oficiales, antes de que terminara 1987. La cobertura de este sistema se había ampliado después del decreto de julio de 1985 en respuesta a la drástica eliminación de permisos previos, comienza a reducirse desde enero de 1986, y prácticamente se elimina entre 1986 y 1987, en forma gradual.

La política comercial fue también desplegada con propósitos de corto plazo. Con la finalidad de frenar la inflación acelerada en 1987 se dio inicio a la política de Pactos. Como parte de este programa de estabilización, se efectúa una desgravación más allá de lo convenido en el calendario aludido. Así, buscando una mayor competitividad de las empresas mexicanas, pero también frenar y reducir la inflación, se reducen las tasas homogéneamente, a casi la mitad, quedando una estructura arancelaria con cinco niveles de 0 a 20 por ciento *advalorem*. Con estas medidas prácticamente concluye el programa de apertura a las importaciones.¹⁵ La parte significativa

¹⁵ Ibid., p. 521.

de la apertura se había llevado a cabo entre julio de 1985 y diciembre de 1987.

En general un programa de liberación comercial espera inicialmente un periodo de aumento de las importaciones. Este incremento se da en el país hasta 1988, cuando la apreciación del tipo de cambio real lo permite, sin embargo, fue tal su crecimiento en los años siguientes que el déficit que provocó en la cuenta comercial tuvo que ser financiado, y por tanto depender, de la entrada neta de capitales del exterior. Ese déficit se debe a la cuenta comercial deficitaria del sector privado.

La inducción de cambios en los precios relativos es otro resultado esperado por el programa, pero tales cambios no se producen en forma inmediata por la falta de canales adecuados de distribución y por las prácticas restrictivas del sector privado que impiden un arbitraje fluido y que las señales de precios se transmitan eficazmente de los mercados externos al interno. Desde octubre de 1989 se observa en el país una reducción de las diferencias en las variaciones de precios relativos, pero debido a las distorsiones surgidas en 1993 y 1994, la política de estabilización tuvo que seguir flexibilizando el control de precios en forma gradual, con el propósito de no alterar las metas macroeconómicas en materia de precios. La política comercial es también subordinada al propósito antinflacionario.

La mejora en la eficiencia productiva es un resultado fundamental también esperado de la política comercial. Esta es la orientación del TLC, en particular lo que se espera de la planta industrial de exportación.

Uno de los cambios centrales de todo el proceso estructural es el hecho de que la exportación de manufacturas (sin considerar a la maquila) tiende a ocupar la mayor parte de las ventas externas en lugar de las petroleras. (Ver Cuadro 12) Su desempeño en los años noventa muestra una dependencia parcial respecto al mercado interno, es decir, cuando este crece, las ventas externas siguen

aumentando, pero cuando cae aumentan su ritmo de crecimiento.¹⁶ Otro cambio en los años recientes consiste en el aumento del número de productos de exportación, aunque sigue siendo un grupo reducido de productos (así como de empresas) altamente dinámicos el que concentra la mayor parte del valor de las ventas externas por producto, además de ser el que principalmente impulsa el crecimiento del total de exportaciones del país. Vale la pena mencionar que el petróleo y los automóviles aportan el 40 por ciento de las ventas externas sin maquila.

En lo que se refiere a la competitividad externa, debe indicarse que la política cambiaria, que si bien fue favorable durante el periodo de 1983-1987, en el lapso siguiente, 1988-1994, la sobrevaluación del tipo de cambio operó de forma contraria, a pesar de que los costos laborales fueron siempre compensados por la elevación de la productividad del trabajo. Así, la pérdida de competitividad se origina en la política cambiaria que ha estado subordinada a los programas de estabilización macroeconómica.¹⁷

Otra reforma orientada a producir cambios estructurales es la del sistema financiero y su sentido inmediato fue el de fortalecer y recuperar la intermediación financiera. Los cambios registrados durante los últimos quince años en el marco legal, institucionales, en las formas de operación de los intermediarios y de los mercados, así como en las formas de regulación, prácticamente han producido un nuevo sistema financiero mexicano.¹⁸

La apertura comercial realizada, que hizo de la economía mexicana una de las más abiertas en el mundo, colocó a la mayor parte de la planta industrial del país, especialmente a la pequeña y mediana empresa, en condiciones altamente desventajosas frente

¹⁶ *Banamex*, julio/1996, p. 260.

¹⁷ *Hernández Laos*, 1996.

¹⁸ *Borja*, op. cit.

Cuadro 17					
Ahorro					
(como % del PIB)					
Año	Ahorro Bruto Total	Ahorro Neto Total	Ahorro Interno Neto	Ahorro Externo	Depreciación
1980	27.2	18.6	13.6	5.0	8.6
1981	27.4	18.8	12.8	6.0	8.6
1982	22.9	13.2	12.6	0.5	9.8
1983	20.8	8.6	12.5	-0.4	12.2
1984	19.9	8.5	11.1	-2.6	11.4
1985	21.2	9.9	11.2	-1.3	11.3
1986	18.5	4.8	4.4	0.4	13.7
1987	19.3	6.2	8.9	-2.7	13.1
1988	20.4	8.4	7.3	1.1	12.0
1989	21.4	10.8	8.2	2.6	10.6
1990	21.9	12.3	9.6	2.7	9.6
1991	22.4	12.9	8.3	4.6	9.5
1992	23.3	16.3	6.4	7.2	9.7
1993	22.0	12.0	5.8	6.2	10.0
1994	22.2	12.3	5.4	6.9	9.9

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

a la competencia externa, el TLC las formaliza regionalmente, además de pasar por alto las enormes asimetrías comerciales y financieras entre México y los Estados Unidos y Canadá.

En el periodo 1982-1987 la banca comercial profundiza su transformación de banca especializada a banca universal. Con la nacionalización se acelera su reestructuración por la vía de reducir substancialmente el número de instituciones participantes en el mercado crediticio, aunque en buena medida su operación estuvo limitada por el uso de recursos por parte del gobierno federal obtenidos a base de importantes niveles del encaje legal y la orien-

tación de otra parte significativa hacia actividades predeterminadas por el gobierno, lo que a su vez está asociado a la escasez de financiamiento externo. Estos fueron finalmente obstáculos que enfrentó adicionalmente el financiamiento productivo.

La inestabilidad financiera y cambiaria del país en este lapso, así como las políticas monetaria y crediticia restrictivas, las necesidades de financiamiento gubernamental, y la reprivatización de las casas de bolsa, son condiciones propicias para el despegue acelerado del mercado de valores, en especial del mercado de dinero que esencialmente es impulsado con valores gubernamentales de

Cuadro 18						
Inversión Extranjera						
(millones de dólares)						
Año	Total	Directa	De Cartera			
			Total	Mercado Accionario	Valores Moneda Nacional	Valores Moneda Extranjera
1982	2,546	1,900	646			646
1983	1,673	2,192	-519			-519
1984	1,106	1,541	-435			-435
1985	1,388	1,984	-596			-596
1986	1,882	2,401	-519			-519
1987	1,631	2,635	-1,004			-1,004
1988	3,880	2,880	1,000			1,000
1989	3,527	3,176	351	493		-142
1990	6,004	2,633	3,371	1,995		1,376
1991	17,505	4,762	12,743	6,332	3,396	3,015
1992	22,404	4,393	18,011	4,783	8,117	5,111
1993	33,308	4,389	28,919	10,717	7,405	10,797
1994	19,154	10,972	8,182	4,083	-2,225	6,324
1995	-3,174	6,964	-10,138	519	-13,589	3,202

Fuente: Banco de México.

corto plazo, de renta fija y rendimientos reales positivos. El mercado de capitales (operaciones con valores de renta variable) tiene una participación relativamente escasa. Es tal el auge del mercado de valores en estos términos y los recursos captados por las casas de bolsa, que éstas llegan a constituir un sistema de intermediación paralelo a la banca (o lo que se dio en llamar una "banca paralela"). Las políticas monetaria y financieras, subordinadas al programa de estabilización, así como la reforma financiera en este periodo fueron propicias para la especulación financiera y la concentración.

Desde 1988, paralelamente al inicio de la política de Pactos, tiene lugar otro cambio sustancial el sector financiero. Tiende hacia un marco de regulación más flexible con el propósito de elevar la eficiencia y la competitividad de la intermediación financiera. Ese cambio está definido fundamentalmente por las siguientes medidas: la desregulación de las operaciones activas y pasivas de la banca, la eliminación del encaje legal por coeficientes de liquidez (que más tarde también serían eliminados), las nuevas disposiciones en materia de creación de agrupaciones financieras que bajo diferentes modalidades pueden ser integradas con distintos intermediarios financieros, entre ellos los bancos y las casas de bolsa; las nuevas reglas relativas a capitalización en consonancia con los requerimientos internacionales; la reconfiguración legal administrativa y de propiedad del capital social de los bancos, que permite ya la participación minoritaria extranjera pero que asegura el control y la administración de las instituciones financieras al capital local; la reprivatización de los bancos y el decreto de autonomía del banco central mexicano, constituyen en conjunto las medidas más importantes de este periodo que se resumen en la creación de un mercado financiero desregulado y la formación de verdaderas corporaciones oligopolicas financieras que se preparan para la competencia con empresas financieras extranjeras.

Nótese el privilegio de que goza el sector financiero en este

sentido: en el TLC la apertura gradual comprometida para los servicios financieros, permite a las corporaciones locales del sector prepararse para la competencia externa; en cambio, la apertura comercial, como fue analizada anteriormente, se realiza prácticamente en solo tres años haciendo de la economía mexicana una de las economías más abiertas del mundo, los efectos de una apertura tan violenta como ésta aún los sigue padeciendo el sector productivo que no estaba preparado para ello o que no ha recibido el apoyo necesario para sobrevivir a la competencia externa.

PROCESOS PRODUCTIVOS Y FINANCIEROS

La estructura y el proceso de financiamiento en el país registra importantes transformaciones durante las últimas dos décadas. Esto supondría un papel más importante de la captación y el financiamiento productivo.

En efecto, una significativa intermediación financiera inicia en el país desde 1977 (varias medidas fueron introducidas entonces, una de ellas es la banca múltiple) pero que se ve alterada por la crisis de 1982. Durante el periodo 1983-1988 hay una inestabilidad general de la economía que impide la continuidad de ese proceso, aunque los niveles promedio de profundización no descienden a los de la primera mitad de los años setenta, a pesar de las presiones inflacionarias de la década de los ochenta.¹⁹

Resulta notorio que las operaciones de captación y financiamiento en general muestren signos de recuperación continua desde 1989, (ver Cuadros 13 y 14) momento en que inicia precisamente la desregulación y liberalización financiera y que coincide con el periodo de control y descenso de la inflación. De no haber sido por

¹⁹ Lo que resulta curiosamente contrario a la tesis de la "represión financiera" postulada por Mac Kinon. Véase al respecto a Romero, 1992, p. 417.

la crisis de diciembre de 1994, el proceso de profundización podría haber continuado su crecimiento, aunque con un ritmo más lento debido a que el efecto inmediato de la reforma ya se iba diluyendo. Los niveles de intermediación registrados durante todo el periodo considerado, sin embargo, fueron siempre significativamente inferiores a los de los países industrializados. A pesar de la reforma, entonces la economía mexicana continuaría siendo una economía "fuertemente reprimida" desde el punto de vista financiero.

Los resultados esperados de la reforma financiera fueron varios. Uno de ellos, el crecimiento de los recursos hacia el sector privado, fue posible no sólo por las medidas desregulatorias, sino también, y es central, por renegociación de la deuda externa pública y la venta de importantes empresas paraestatales que redujeron las necesidades de recursos internos por parte del gobierno. Otro resultado esperado es el que aumentarán la inversión y el ahorro. De esto nos ocupamos a continuación.

Durante la década de los ochenta, distintos motivos desincentivaron la inversión productiva, las decisiones de inversión del capital local se orientan, por lo tanto, básicamente hacia las inversiones de la cartera especulativa. El costo para la inversión productiva se aprecia en la reducción de su crecimiento (ver Cuadro 15), destacando su reducción en proporción al PIB durante el lapso 1982-1984 (ver Cuadro 16), contracción que continúa en el periodo 1985-1988, aunque con menor intensidad. Sobresale en especial la caída de la inversión del sector público determinada por la misma política de austeridad en las finanzas públicas.

El ahorro total bruto en proporción al PIB, de 1980 a 1994, muestra una caída de 27.2 a 22.2 por ciento. (Ver Cuadro 17) La reducción más drástica y continua de este indicador se localiza en el subperiodo 1980-1986 al caer en este último año hasta un nivel de 18.5 por ciento. El ahorro interno muestra una tendencia en el mismo sentido pero mucho más acentuada, lo que se explica, no únicamente pero sí en forma principal, por el descanso del ingreso

real. El contraste entre el comportamiento del ahorro total y el ahorro financiero está asociado a la caída precisamente del ingreso real, a políticas monetario-financieras que determinan altas tasas reales de interés, que junto al mismo entorno macroeconómico propiciaron una mayor dinámica de las actividades financieras principalmente especulativas, de corto plazo y más rentables, que el ahorro y el crédito a mediano y largo plazo.

Un diferente entorno mexicano ante el exterior, como ya lo hemos indicado, se abre a partir de la renegociación de la deuda externa, pues permite a empresas públicas y privadas el regreso paulatino a los mercados voluntarios de capitales extranjeros y simultáneamente un flujo neto intenso de capitales del exterior en los noventa, una parte en forma de inversión directa, pero la más importante como inversiones de cartera. (Ver Cuadro 18) Así, con una tendencia decreciente del ahorro interno y otra ascendente del ahorro externo se crea un nuevo esquema de crecimiento altamente vulnerable para la economía nacional en el que la acumulación financiera impone las reglas y define la dinámica de la acumulación productiva.

En efecto, las condiciones en el periodo 1988-1994 son distintas, influyen en forma determinante las políticas de estabilización aplicadas en este periodo que logran el control y reducción sustancial de la inflación, lo que hace posible fijar prácticamente el tipo de cambio y atenuar las expectativas devaluatorias (aunque el uso del tipo de cambio como ancla nominal frente a los precios internos fue provocando su misma sobrevaluación hasta llegar a una situación insostenible en 1994), así como la reducción de las tasas de interés nominales (por lo menos hasta 1993, pues en 1994 la tendencia alcista de las tasas de interés internacionales obligarían a las autoridades monetarias a revertir la tendencia de las tasas internas a fin de evitar la aceleración en la fuga de capitales); la reforma financiera hace posible la liberación de abundantes flujos de capital hacia el sector privado, lo que está motivado también por la renegocia-

ción de la deuda externa que reduce las transferencias netas de recursos al exterior y permite limitar el financiamiento gubernamental con recursos del sistema bancario local. Hay un auge temporal de recursos hacia el sector privado por estas razones.

De esta forma, las condiciones para el financiamiento, menos desfavorables, se traducen en algunos signos positivos en la inversión productiva, por lo menos en los primeros años de desregulación y liberalización financiera. El crecimiento anual promedio de la formación bruta de capital fijo en el periodo 1989-1993 es de 7.6 por ciento (ver Cuadro 15), sin embargo, después de un repunte de la tasa de inversión en relación al PIB en el lapso 1989-1992, su nivel en los dos años siguientes quedaría estancado al nivel alcanzado en 1992. (Ver Cuadro 16) Esta tendencia nuevamente al estancamiento se explica por el comportamiento de la tasa de inversión del sector público que se mantiene prácticamente sin cambio, pero también por la realizada por el sector privado que aunque de 1989 a 1992 crece de 13.3 a 16.6 por ciento, en el bienio 1993-1994 se mantiene al nivel de la alcanzada en 1992.

La contracción durante la década pasada no podía dejar de influir en el futuro, el aumento temporal en el gasto de inversión indicado lo que permite es el comienzo de la reconstrucción de los acervos de capital deteriorados durante los ochenta, además, debido a esto, los esfuerzos para relanzar la producción son mayores por lo que en estos años la productividad del capital es decreciente.²⁰ En términos per cápita medido el crecimiento de la industria manufacturera en el lapso 1990-1994 resulta prácticamente nulo.

En lo que se refiere a la tasa del ahorro bruto total en proporción al PIB, muestra un ligero repunte en el periodo 1987-1992, cambia de 19.3 a 23.3 por ciento, pero en el bienio 1993-1994 desciende al nivel de 1991, (ver Cuadro 17) recordemos que en ningún momento el ahorro total recupera el nivel de 1980 (27.2 por ciento). Por las

²⁰ *Banamex, dic./1995, p. 443.*

fuentes de financiamiento de la inversión, el ahorro interno, en el lapso 1991-1994, acelera drásticamente su tendencia mostrada en la década de los ochenta de aportar menos recursos. Ello se debe esencialmente a la reducción del ahorro público, pues el privado aunque crece no alcanza a compensar la caída del primero. Es justamente el ahorro externo el que viene a tener una presencia substancialmente mayor en el financiamiento de la inversión de 1988 hasta 1994.

Lo anterior es parte y resultado de la misma estrategia económica adoptada, la tendencia al estancamiento de la actividad productiva y el recrudecimiento de la inflación en distintos momentos, desde la década de los ochenta hasta la actualidad, resultaron inevitablemente en una reducción del ingreso real y, en consecuencia, en la tendencia decreciente del ahorro interno. La política de modernización en los noventa que partió del supuesto de una "insuficiencia en el ahorro interno" se encargó de promover, como vía de solución, la entrada creciente de flujos netos de capital externo. Su incorporación al país como fuente alternativa para el financiamiento productivo efectivamente creció, pero fue insuficiente para compensar la reducción del ahorro interno y evitar la caída del ahorro total de la economía, lo peor del caso es que las políticas de atracción de capitales externos fueron más propicias para la inversión especulativa, de ahí que la mayor parte de los flujos de estos capitales se colocaran en inversiones de cartera y fueran los promotores centrales del crecimiento del ahorro financiero en la etapa de liberalización y desregulación financiera del país. Esta tendencia es especialmente promovida por el gobierno durante 1994, a través de la colocación de tesobonos. (Ver Cuadro 8)

Los límites al financiamiento productivo son mayores en virtud de las nuevas políticas crediticias adoptadas por los nuevos bancos comerciales, políticas que no son derivadas simplemente de cada banco, sino resultado de la política global del grupo financiero al

que pertenece cada banco. Su orientación abandona los estilos tradicionales bancarios a cambio de una cultura bursátil más inclinada a la alta rentabilidad en el corto plazo, acompañada por una falta de supervisión y vigilancia en materia de evaluación del riesgo crediticio. La insolvencia en que caen por estas razones los prestatarios, consumidores, empresas agrícolas e industriales y clientes hipotecarios, revierte substancialmente las posibilidades de un proceso de captación y financiamiento más propicios a los sectores productivos y el público en general.

La crisis productiva, motivada por estas razones, se combina con la crisis financiera, los bancos inmovilizan mayores recursos para capitalización y prevención ante la creciente insolvencia generalizada en la economía, de ahí que se acuda, en un principio, a los propios accionistas, así como a las alianzas estratégicas con otros bancos locales y, más recientemente, con bancos extranjeros a fin de cubrir los mayores requerimientos de capitalización. Pero la canalización de recursos por parte del estado hacia los bancos con problemas, que ha resultado mucho más importante de lo previsto, parece ser insuficiente, así como insuficientes también han sido los programas de apoyo a deudores, por lo que la crisis financiera, a pesar de las prometedoras potencialidades del nuevo sistema de administración de los fondos para el retiro (SAR) –pero contrarrestadas por la incertidumbre en el manejo de los mismos en manos de los nuevos intermediarios– no dejan claro un escenario de recuperación efectiva en el ahorro destinado al financiamiento productivo.

Las restricciones en los mercados de crédito y de valores en el país definitivamente han sido factores de exclusión para la pequeña y mediana empresa, para éstas los mercados exteriores no son opciones de financiamiento, no están a su alcance por los requerimientos que deben cumplir en materia de productividad y rentabilidad, entre otros requisitos. En cambio, las grandes empresas, bancos y gobierno, en los mercados interno y externo sí han encon-

trado alternativas de financiamiento. Todo esto ha acentuado más la distancia entre la mayor parte del sector productivo y el sistema financiero mexicano.

CONCLUSIONES

La articulación de las distintas políticas aplicadas por la estrategia económica adoptada desde la década de los ochenta hasta la actualidad, que ha privilegiado la participación privada frente a la pública, no resuelve los problemas de inestabilidad y de falta de crecimiento. Los propósitos de largo plazo han sido subordinados generalmente a los de estabilización macroeconómica y de corto plazo. Los efectos de las políticas recesivas en combinación con las reformas estructurales se han traducido en un factor de profundización de las crisis registradas durante el periodo.

El modelo ha privilegiado la participación privada frente a la pública, con todo y los costos sociales que ello ha implicado, pero la primera no se ha mostrado capaz de suplir a la segunda.

Los procesos de desregulación y apertura en el sector comercial y en especial en el financiero, con dificultades han dado resultados favorables al desarrollo económico nacional. En estas condiciones es como se desarrolla la integración de la economía nacional a la economía mundial.

La reforma financiera, que transforma substancialmente al sector, logra temporalmente algunos resultados en materia de intermediación, sin embargo, su nueva estructura no se ha mostrado como la más adecuada para las necesidades del financiamiento productivo. Crea verdaderas corporaciones financieras oligopolísticas que seguramente gracias al proceso de consolidación que viven en el periodo reciente tendrán la oportunidad de competir con las extranjeras en condiciones nada desventajosas, pero ello no asegura que éste sea el esquema más idóneo para las necesidades de

recursos de la economía real en la perspectiva de un crecimiento sostenido y con estabilidad. La tendencia mostrada por el nuevo sistema financiero, inclinada hacia la alta rentabilidad y el corto plazo, así nos lo hacen suponer.

La tendencia del sector productivo difiere de la mostrada por el sector financiero oligopolico, creado al amparo de la misma estrategia, más dinámico, pero poco propicio para el financiamiento productivo. En este sentido la estrategia económica ha actuado también como factor de profundización de la dicotomía entre el sector real y el sector financiero.

Las dificultades enfrentadas por la inversión productiva se traducen en forma multiplicada, sobre el producto, la ocupación y la renta, lo que a su vez determina la contracción del ahorro total y en particular del ahorro interno, hecho que no demuestra la incapacidad de la economía para generar este último en niveles y volúmenes mayores. Por lo demás, la excesiva confianza en el ahorro externo no tuvo su contraparte, su creciente presencia en el financiamiento de la inversión no alcanzó a elevar el ahorro total de la economía. Es la drástica redistribución de la riqueza a que ha dado lugar el esquema de acumulación adoptado, en particular las transferencias de recursos en favor del capital financiero, tanto local como externo, que impiden ver la verdadera capacidad de la economía mexicana para generar recursos más amplios en favor de la actividad productiva. A esa doble exacción ha sido sometida la economía nacional durante las dos últimas décadas y continuará mientras no sea adoptada una nueva política de financiamiento del desarrollo.

Los procesos de apertura y desregulación si bien están en consonancia con los procesos de la economía mundial, no pueden estar dissociadas de las condiciones y necesidades internas. La influencia de los procesos comerciales y financieros internacionales, en especial los flujos de capital, sobre la economía han sido determinantes, sin embargo, la forma como ha sido orientada y administrada tal

influencia ha dado lugar a una integración del país con la economía mundial en condiciones más en desventaja que las que podrían haber sido, en particular para las actividades productivas. El modelo indiscriminado de apertura y crecimiento exportador (modelo "hacia afuera"), es parte sustancial de la estrategia gubernamental, sin embargo, deja de lado gran parte de la planta productiva, mientras que se propicia la dinámica financiera con pocas expectativas de orientarla hacia el sector real de la economía. Así, el problema no radica en que llegue capital extranjero al país, sino en que no sea invertido productivamente con arreglo a una estrategia de industrialización global.

El endeudamiento externo y su servicio se han mostrado como factores centrales de limitación al crecimiento económico, hoy la deuda externa no es sí mismo el problema, sino las condiciones y la capacidad para pagarla. Aunque por lo abultado del endeudamiento y de su servicio y la insuficiencia de condiciones y capacidad de pago, la experiencia mexicana y otras más agregan que el problema consiste en lograr su refinanciamiento. Cuestión que por lo menos México enfrentará nuevamente en los próximos años.

La experiencia vivida durante el período analizado, pone en claro que el financiamiento al sector productivo requiere de una participación institucional y de regulación más amplia del estado, incorporando dentro de esta última tanto a los capitales locales como a los de procedencia externa. De otra forma se profundiza más la distancia entre los sectores real y financiero de la economía.

Los procesos de apertura no pueden seguir subordinados al dogma de que para su realización deba ser reducida al mínimo la propiedad, la regulación y la supervisión pública del estado. Existen otras experiencias que pueden hablar en contra de ese dogma, la mexicana ya lo ha demostrado y reclama una nueva orientación.

BIBLIOGRAFÍA

- Acevedo Pesqueira, Luis, "Incumplidas 33% de las metas previstas desde 88 sobre inflación, crecimiento y balanza de pagos", *El Financiero*, México, 27-oct.-1992, p. 3.
- Asociación Mexicana de Bancos. "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento de la revista *Comercio Exterior*, México, vol. 41, núm. 2-feb.-1991.
- Banamex-Accival. *Examen de la situación económica de México*, números citados: diciembre de 1995; enero y julio de 1996.
- Banco de México. *Informe Anual*, varios años, e *Indicadores Económicos*.
- Banco Interamericano de Desarrollo. *Progreso Económico y Social en América Latina*, BID, New York, varios años.
- Basáñez, Miguel. *El pulso de los sexenios. 20 años de crisis en México*, Siglo XXI, México, 2ª ed., 1991.
- Borja Martínez, Francisco, *El nuevo sistema financiero mexicano*, FCE, México, 1991.
- Calva, José Luis, "Problemas fundamentales de la economía mexicana", en *Problemas macroeconómicos de México*, José Luis Calva (Coord. general), UAM Azc. e Izt., Departamentos de Economía-INESER-Juan Pablos, México, 1995, pp. 25-54.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1995*, Nacionales Unidas, Santiago de Chile, 1995.

Fernández Díaz, Andrés, José Alberto Parejo Gámir y Luis Rodríguez Sáiz. *Política económica*, McGraw Hill, Madrid, 1995.

Foxley, Alejandro, *Experimentos neoliberales en América Latina*, FCE, México, 1ª ed. 1989.

Hernández Lacs, Enrique, "Competitividad y tipo de cambio", en *Comercio Exterior*, México, vol. 46, núm. 7, julio de 1996.

Lichtensztein, Samuel, "De las políticas de estabilización a las políticas de ajuste", *Economía de América Latina*, CIDE, México, 1979, pp.13-32.

Maddison, Angus, *Problemas del crecimiento económico de las naciones. Análisis estadístico del desempeño económico de México y América Latina*, Ariel Economía, México, 1996.

Marino, Roberto y Federico Rubli. "Los planes heterodoxos de estabilización: sus características y la experiencia reciente", *Monetaria*, CEMLA, México, vol. X, núm. 3, jul.-sep. de 1987, pp. 223-272.

Nacional Financiera. *El Mercado de Valores*, NAFINSA, México, varios números.

Ocampo, José Antonio (Comp). *Planes antinflacionarios recientes*, El Trimestre Económico, FCE, México, vol. LIV, núm. especial, sep.-1987. Autores consultados: Dionisio Dias Carneiro, José María Fanelli y Roberto Frenkel, Eduardo Marco Modiano, Juan A. Morales Anaya y Jurgen Schuldt.

Peñaloza Webb, Tomás. "Aspectos centrales de la banca mexicana,

1982-1990", *Comercio Exterior*, México, vol. 42, núm. 2, feb. de 1992, pp. 107-118.

Poder Ejecutivo Federal. *Informe de Gobierno*, varios años.

Romero Cevallos, Marco, "Procesos reales y financieros en México, Chile y Ecuador en los años ochenta", en *Monetaria*, CEMLA, México, vol. xv, núm. 4, oct.-dic. de 1992, pp. 385-451.

Sánchez Daza, Alfredo. "Alcances y límites de la estrategia de estabilización en México: una revisión del enfoque adoptado y de sus resultados", en *Análisis Económico*, UAM-A, Depto. de Economía, México, núm. 21, vol. X, 1992, pp. 61-87.

Schydrowsky, Daniel M. "Políticas macroeconómicas: en busca de una síntesis", *El Mercado de Valores*, México, núm. 15, ag. 1 de 1990, pp. 13-18.

Ten Kate, Adrián. "El ajuste estructural en México: dos historias diferentes", *Comercio Exterior*, México, vol. 42, núm. 6, junio de 1992, pp. 519-528.

El capitalismo mexicano y sus crisis

*Uriel Aréchiga**

PREFACIO

ANTES DE entrar en materia, resulta pertinente exponer algunos de los postulados oficiales (y las dudas que despiertan) en torno a la última crisis, diciembre de 1994, y lo que se refiere tanto al marco en el que ésta se presentó, como a los factores que la desataron. De igual manera resulta interesante considerar la crisis desde un punto de vista menos inmediato, para destacar los aspectos que la relacionan con otros fenómenos de la esfera de la economía para evaluar su "originalidad", su singularidad como un hecho aislado o bien su recurrencia.

Hablar de las crisis en general, es hablar del modo de existencia del capitalismo moderno, es decir, del imperialismo. Éste existe, como es ya bien sabido, en un equilibrio oscilatorio que va velozmente, en períodos cortos, del relativo bienestar a la depresión y el estancamiento.

Los hechos se han encargado de demostrar que las crisis *no* se fueron con el "capitalismo clásico" y que la sobreproducción se presenta con más frecuencia de lo esperado, así sea como un exceso de la capacidad

** Profesor-investigador del Área de Ingeniería Química, Departamento de Ingeniería de Procesos e Hidráulica.*

de producción instalada, como capacidad productiva ociosa y trabajadores desocupados. Por otra parte, no está por demás reiterar que *este capitalismo ideal, de competencia perfecta, de laissez faire – laissez passer, sin intervención del Estado más que como administrador, en el seno de un liberalismo mirífico y beatificante*, jamás ha tenido una existencia real en algún punto de la historia y que nunca pasará de ser lo único que siempre ha sido: *un mero postulado teórico*.

Ahora se habla simplemente de recesión, o en el mejor de los casos de depresión. Si bien es cierto que las caídas profundas y violentas, como la que arrancó en 1929, no se han presentado de nuevo con tal violencia, no es menos cierto que las recaídas son más frecuentes y que de la misma manera, los períodos de auge no solamente son cortos, sino también muy atenuados.

Este fenómeno de atenuación de la *amplitud* del ciclo económico capitalista que ha venido a ser sustituido por un aumento de la *frecuencia*, fenómeno que ya fue señalado desde fines del siglo pasado por Engels en su prólogo al tercer tomo del *Capital*,¹ es algo que resulta del propio desarrollo de la producción capitalista y su correlato obligado: *la tecnología*, principalmente en la industria de las comunicaciones y los transportes. A reserva de tratar posteriormente esta característica más de cerca, resulta evidente que tanto la minimización de inventarios, que ha devenido en la política generalizada de las empresas, como las comunicaciones instantáneas con los puntos clave para el aprovisionamiento y la venta, contribuyen considerablemente a la disminución de los stocks y por lo mismo a la atenuación de los efectos catastróficos del “freno” en el proceso económico.

Ahora bien, así como se señaló el aspecto ideal del “capitalismo clásico”, resulta pertinente aclarar lo consecuente en lo que se refiere a las crisis y los ciclos en su conjunto. Es por demás evidente que ni unas ni otras siguen o se ajustan cabalmente a los esquemas planteados por los investigadores del siglo pasado. Esto se puede

¹ F. Engels, *El Capital*, Tomo III, FCE.

explicar más bien por algo que es común a todas las generalizaciones y a los modelos que de ellas derivan, a saber: que los casos particulares, como tales, difícilmente se ajustan al modelo que resulta de la evaluación de circunstancias y condiciones promedio. Más aún, ni antes ni ahora, las crisis han sido parejas para todos y ni mucho menos son o serán, así nomás, la tumba del capitalismo. Ya en los primeros años del siglo, Luxemburgo, señaló muy claramente que de cada una de sus crisis el capitalismo resurge más fuerte, más poderoso.²

En efecto, uno de los principales mecanismos en el desarrollo del CAPITAL es la crisis, cuyas consecuencias más inmediatas, en lo que a los capitalistas se refiere, se traducen en la aplicación de las leyes de la selva, es decir, en la operancia tajante de leyes semejantes a las deducidas por Darwin y que devienen, simplemente, en la supervivencia del más fuerte. *La concentración* y de manera más particular *la centralización del capital*, como mecanismos de su desarrollo son los productos más conspicuos de las crisis.

Así, la crisis se convierte en el mecanismo de purga mediante el cual el capitalismo en su conjunto se deshace de las empresas menos eficientes, incapaces de competir en las nuevas condiciones tecnológicas. Las empresas que sobreviven, las más fuertes, las mejor dotadas tecnológicamente hablando, se apoderan para la siguiente etapa de mayores tajadas del mercado y así sucesivamente, avanzando en cada crisis hasta conquistar el monopolio del mercado, previo paso por los oligopolios, los cárteles (grupos), los trusts, formas superiores del capitalismo desarrollado.

II

Cuando se habla de la crisis, particularmente de la crisis más reciente de la economía mexicana, la ocurrida en diciembre de 1994,

² R. Luxemburgo, *La acumulación del Capital*, Grijalbo, 1967, pp. 15 y ss.

se tiende a relacionarla con cuestiones altamente subjetivas, "errores" de apreciación personal, cálculos equivocados, etc. Y las facciones se dividen: que si fueron los anteriores, que no, que fueron los recién llegados, etcétera, etcétera.³

Es evidente que las crisis son el resultado de las acciones humanas en el proceso económico de producción y reproducción de la vida diaria, pero de ninguna manera se pueden achacar, así directamente a las acciones inmediatas de los individuos, y sobre todo, de los individuos en términos singulares.

Pero tampoco la ocurrencia de la crisis se da como hechos ineluctables que el destino o los hados desencadenan para punir a una humanidad pecadora o simplemente para poner a prueba la paciencia y capacidad de sufrimiento del pueblo de México, que como moderno Job, debiera aguantar sin pestañear siquiera todas las desgracias, en aras de *salvar a la patria*.⁴

Ante posiciones de tal naturaleza, uno no puede menos que preguntarse: ¿realmente *la enajenación* es tan profunda?, ¿realmente la patria está en peligro?, ¿más aún, el capitalismo mexicano, ese sistema que produce una enorme cantidad de ricos que luego aparecerán catalogados en FORTUNE o en FORBES, está a punto de quebrar?, ¿y si el capitalismo quiebra ...también la patria quiebra...? ¿o simplemente se trata de distraer la atención para que los asalariados de este país no protesten y acepten sin grandes protestas una

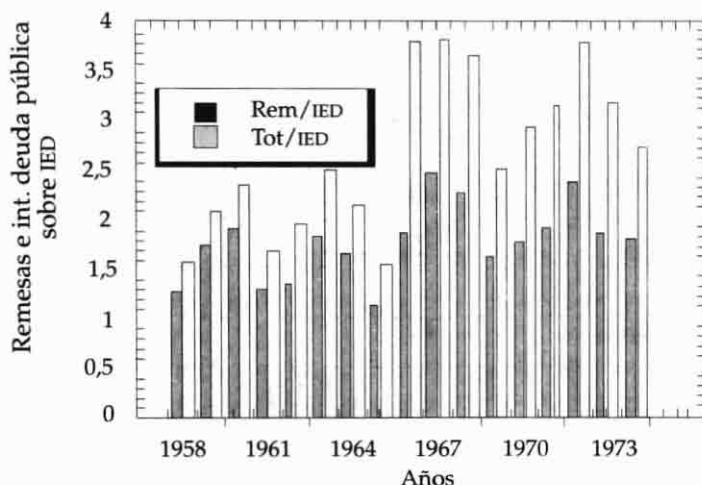
³ Como consecuencia de lo anterior un expresidente se puso en huelga de hambre y el de turno dijo: "...que él no estaba enterado de la situación tan precaria que guardaba la economía...", algo poco creíble en un exmiembro del gabinete anterior, que en su momento fue el encargado de formular el plan global del gobierno salinista. Luego de la tragedia el sainete, con la intención de cubrir con una cortina de humo la cruel y descarnada verdad, se propone un culpable para servir de chivo expiatorio en una maniobra para distraer la atención de los verdaderos sacrificados.

⁴ Una especie de plaga que azota al país, o mejor dicho a la patria.

nueva redistribución de la riqueza, en la que los ricos resultarán más ricos y los pobres más pobres y mucho más numerosos?

Por otra parte, ¿cómo aceptar que las crisis se deben a una deficiencia en el ahorro interno, cuando se exportan año con año, decenas de miles de millones de dólares por concepto de pago de intereses, servicio de la deuda, regalías, utilidades, etc., que superan con creces el ingreso de capital?, ¿se trata solamente de una cuestión nominal?

Remesas entre IED
1958-73

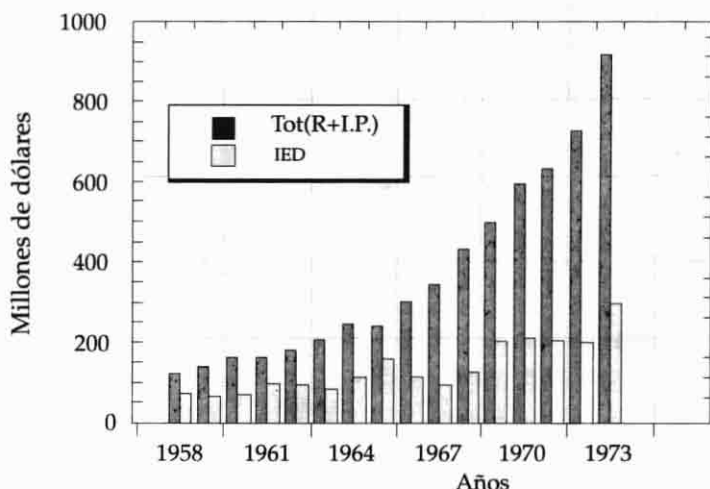


Es decir, que el excedente de capital que se produce en este país año con año: la plusvalía extraída en forma de ganancia y su distribución como interés o renta entre los capitalistas de diverso giro o diferente nacionalidad, es insuficiente para generar la reproducción ampliada del capital local, porque una parte sustancial de esta plusvalía emigra hacia otros lugares, o lo que es lo mismo que "pierde internidad". Y esto es así, no porque no se produzca

excedente en cantidad no sólo suficiente, sino excesiva, sino porque en términos de la sacratísima propiedad privada *el nuevo valor producido no pertenece al productor sino al dueño.*

En este sentido, el uso del capital dinero tomado a préstamo, se use como capital o se gaste "improductivamente" por el gobierno: ya sea en salud, educación, habitación o seguridad social, exige, por su simple uso, una participación en el valor excedente producido como interés y en su caso como *interés de la deuda externa.*

*IED y total de remesas =
Intereses Deuda Pública + Utilidades*



Así pues, como luego se verá, el ahorro interno resulta insuficiente para el crecimiento económico por dos razones primordiales.

La primera porque los frutos de la, tan deseada por los políticos nacionales, Inversión Extranjera emigrarán como pago justo a la

tarea de salvar la economía de este país en su papel de *sucedáneo del ahorro interno*.

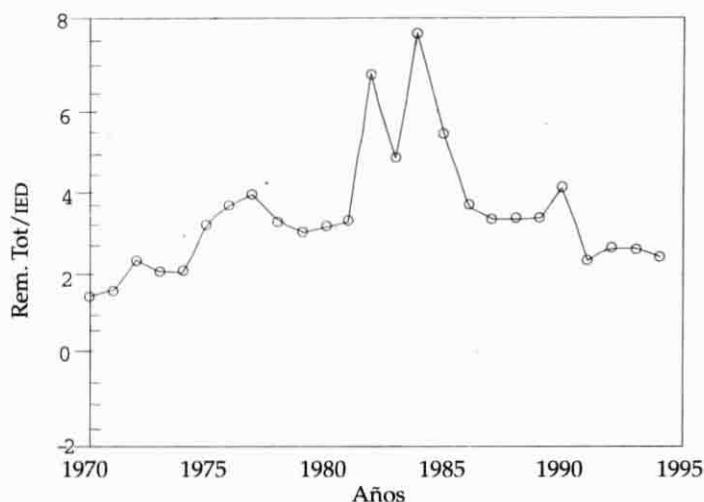
En segundo lugar porque los capitalistas locales, apoyados por las políticas monetarias que las autoridades tanto defienden, de crisis en crisis, de devaluación en devaluación, aprovechan su información privilegiada para saquear y trasladar *capital-dinero* a los bancos extranjeros.

Saqueo que ataca de manera fundamental, a la economía de los trabajadores, porque cada devaluación, con sus ya tradicionales acompañantes: inflación-topes salariales, resulta un verdadero asalto en el que los ricos despojan a los pobres, con el beneplácito del gobierno en turno.

Con todos estos antecedentes, saltan, asaltan, cuestiones que por haberse vuelto, casi cotidianas, el pan nuestro de cada día, no se miran como sujetos de una explicación coherente.

¿Qué relación guardan las *exportaciones de capital*, superiores a las *importaciones* con respecto a la *apreciación o la depreciación* de la moneda y por lo tanto con lo que los capitalistas llaman la *sobrevaluación del peso*, las *devaluaciones* y la aparición de la *crisis como devaluación violenta* primero, y del *estancamiento como una inflación desbocada*, que a su vez se traduce en la redistribución, exacción, despojo violento –como ya arriba se menciona– en primera instancia de los asalariados, luego de los campesinos y de los pobres en general, es decir de las grandes masas que componen esta... *suave patria*...?

Finalmente, y a tono con la creciente riqueza de los ricos y la miseria creciente de los pobres, la realización de *los balances en la totalidad* de la economía mexicana, por medio de las cuentas nacionales debieran poner en claro el papel de la inflación como mecanismo redistributivo, así como lo concerniente al ahorro interno, su relación con el gasto improductivo, y la relación de este último con la acumulación de capital bajo el sistema de crédito, con un sistema bancario y un capital financiero que imponen el ritmo y la velocidad de crecimiento al resto de los capitales.



Cuestiones que los economistas oficiales y oficiosos, apoyándose en el *sano sentido común*, han intentado resolver a partir de los incrementos de la tasa de interés, para *atraer el dinero en circulación hacia el ahorro, restándolo del gasto*, medida que ha provocado generalmente efectos contrarios a los buscados.

Por último y a manera de pregunta de examen ¿los topes salariales, es decir los *topes a los incrementos del precio de la fuerza humana de trabajo impuestos coercitivamente, de manera extraeconómica, a través de la alianza entre el Estado y los sindicatos charros*, son también una expresión política que surge del liberalismo social?

Así, pues, ¿el *laissez faire*, es una libertad exclusiva para el sólo uso de uno de los factores de la producción y un *enchainnement* para el otro?

¿Cuáles son o pueden ser las consecuencias de una política de tal naturaleza sobre *el mercado interno*, en una primera instancia y sobre la reproducción del capital en su conjunto?

Como puede verse, se necesitarán varios libros para dar respuesta al conjunto de interrogantes que surgen de la contemplación, a ojo de pájaro, del fenómeno, del malestar que aqueja a la economía capitalista de este país... y hay que aclarar reiteradamente: *la que se encuentra enferma es la economía capitalista, de ninguna manera el país ni mucho menos la patria...* si bien es cierto, las costas de tal enfermedad serán cargadas irremediablemente... si el pueblo no dice otra cosa... a la cuenta de los más desfavorecidos de la sociedad. Sociedad invertida que hace más ricos a los ricos a costa de hacer más miserables a los pobres.

UNA BÚSQUEDA POR LAS RAÍCES

UN MARCO DE REFERENCIA...

En un ensayo presentado tiempo atrás, se realizó un intento para poner en claro las relaciones entre la crisis y los factores que la desencadenan a partir de los postulados marxianos⁵ y su corolario empírico: la sobreproducción, la tasa descendiente de ganancia, la depreciación del capital constante, el desequilibrio entre los sectores de la producción, etc., para llegar a la conclusión de que *"...la crisis es la incapacidad del capital para reproducirse en las condiciones en las que lo venía haciendo..."*⁶

De igual manera se puso en claro que la crisis es una fase transitoria en el ciclo de la economía capitalista, de tal suerte que carece de sentido hablar de la crisis como algo permanente: lo

⁵ U. Aréchiga, "La teoría de la Crisis" en P. López D. et al. La crisis del capitalismo... Siglo XXI, México, 1984, pp. 39-67.

⁶ U. Aréchiga, op. cit., pp 64-66.

que queda es el estancamiento, la depresión consecuente. La crisis es solamente el punto de inflexión, el momento trágico en el que el auge se convierte en desastre, momento en el que la sobreproducción se manifiesta como mercancías cuya venta se frustra, porque el dinero como medio de pago se ausenta de la circulación y ésta se frena desatando la cadena de pagos sin resolver:

Los problemas de caja, la sobreproducción –así sea con el inventario mínimo del día o de la última hora, pero sobre todo, como capacidad productiva ociosa– y el despido de los trabajadores que dejan de ser sujetos del mercado, desposeídos de su capacidad de compra, lo que a su turno deja sin vender las mercancías que componen los bienes-salario...y así sucesivamente...

LOS CICLOS SEXENALES

El comportamiento típico del proceso económico mexicano muestra que de manera aproximada, existe una tendencia a acelerar el crecimiento en los años intermedios de los sexenios presidenciales, crecimiento que generalmente, se atenúa en los finales de uno y los inicios de otro sexenio. Este comportamiento ha tenido dos causas. La primera y más importante, sobre todo en el pasado, es el papel que el Estado jugaba como primer inversionista y el retraimiento de esta actividad en los extremos sexenales, provocado por la terminación de obras (y el año de Hidalgo) en el último año, y la preparación de planes (o las arcas vacías) en el primer año de gobierno.

La segunda, conectada con la primera, es la retracción de la inversión privada en principio porque el Estado –máximo comprador– entraba en receso y después por “la inseguridad” en relación con la futura política económica. La inversión se retrasaba hasta que el nuevo presidente mostrara su política...

Pero estas bajas en el ritmo del proceso económico, este ralentissement relacionado con el cambio de gobierno, no se habían

traducido en crisis propiamente dichas hasta 1976. A partir de entonces, los momentos de la sucesión presidencial han puesto el marco a las caídas violentas del proceso económico, con excepción de 1988-89, sin duda porque la economía se encontraba en un verdadero estado de profunda postración.

Sin embargo, en los momentos correspondientes a las devaluaciones, y crisis, de 1976, 1982, y 1994, han jugado un papel determinante los criterios políticos, principalmente electorales por una parte, pero también de "prestigio político y disciplina partidaria" por la otra. Bajo esta óptica, las devaluaciones de 76 y 82 se presentaron luego de las elecciones y como componente importante del informe del último año de gobierno, dejando al nuevo equipo un panorama despejado y... "liberándolo de toda culpa".

A diferencia de las anteriores, en la de diciembre de 1994, se le pasó la devaluación, como una papa caliente, al nuevo equipo de gobierno. Esto produjo nuevas fracturas en el partido en el poder, que se sumaron a las producidas por los asesinatos políticos de Colosio y Ruiz Massieu, para configurar un clima de equilibrio precario que difícilmente podría ser propicio para atraer a los inversionistas. Clima que, aunado a las tasas crecientes de interés en los EUA, contribuyó en mucho a la emigración de los capitales "golondrinas".

UN CICLO MAYOR...

Otro hecho que puede ser interesante destacar como una característica del capitalismo local, es una clara tendencia a la baja, a la desaceleración, de las tasas anuales de crecimiento considerando el promedio de los sexenios sucesivos, luego de haber pasado por un máximo en el período de GDO.

En efecto, al graficar las tasas anuales de crecimiento en promedio durante cada sexenio (ver gráfica 1), se puede observar una

clara tendencia al alza en los tres sexenios que van de 1953 a 1970: ARC, ALM, y GDO, en los que la economía crece alrededor de 5.8, 6.8 y 7.5% en promedio, respectivamente para cada período. El ritmo de crecimiento disminuye para los siguientes tres sexenios, 6.3, LEA; 6.1, JLP y -0.5% en el gobierno de MDL.

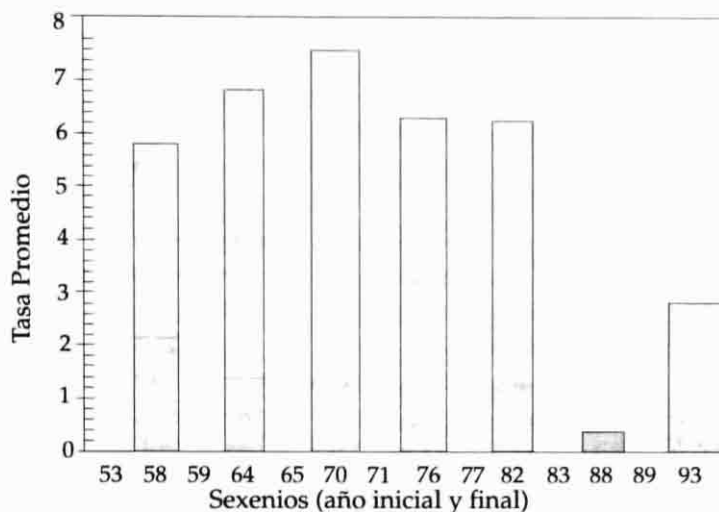
Esta tendencia al estancamiento permanente de la economía, aunque pareció atenuarse entre 1988 y 1994, durante el sexenio de CSG, con una tasa promedio del 2.8% de crecimiento anual, amenaza seriamente con recrudecerse, dado que la forma precaria de endeudamiento –inversión extranjera en cartera– para soportar dicho crecimiento, desembocó en la crisis más profunda de la historia del capitalismo mexicano.

Para que la tendencia a la baja revierta, se precisaría de un crecimiento del orden del 5% en promedio para cada uno de los cinco años que van del 96 al 2,000, con objeto de compensar la baja de 7% en el PIB que se dio en 1995, algo que se ve por demás muy difícil de alcanzar.

Primero porque con la reciente crisis se incrementó el *desahorro interno*, expresado como aumento de los intereses de la deuda externa acrecentada y segundo, por la violenta contracción del mercado interno que significó y continúa significando, la contención de la capacidad adquisitiva de las grandes masas por los topes salariales y finalmente, pero no menos importante, porque en el momento actual, julio de 1996, los capitales que se fugaron en 1995, volverán –si es que lo hacen– hasta que la nueva devaluación se concrete.

Devaluación por la que la IP ha venido presionando desde meses atrás.

Gráfica 1
PIB Sexenal



Fuente: El autor con datos de los informes presidenciales.

DEVALUACIONES Y CRISIS

La crisis en México: de manera particular habrá que seguir en este marco, las peculiaridades que la crisis reviste en México y su asociación permanente con la devaluación y luego las secuelas, la depreciación de la fuerza de trabajo y el encogimiento del mercado interno, la purga de los capitalistas pequeños o ineficientes y la consecuente centralización del capital, que producirá una mayor concentración para el siguiente ciclo...

A riesgo de parecer reiterativo, puede ser pertinente señalar que aquí las crisis se consideran como las *frenadas* bruscas del proceso económico que ocurren de manera imprevista (o casi) y que no siempre revisten, de manera evidente, el carácter de sobreproduc-

ción a la manera clásica – almacenes abarrotados, quiebras y suicidios originados por las demandas de pago incapaces de solventarse. En general estas frenadas bruscas se deben a que, en el proceso de metamorfosis de las mercancías, en su reversión a capital dinero, el encargado de materializar esta transformación, *el dinero*, se halla ausente, dedicado a las tareas de especulación, a convertirse en dólares y a esperar que pase el estancamiento para retornar acrecentado.

Esto que en lo inmediato del fenómeno pudiera pensarse como simple crisis de dinero, es solamente la apariencia de un problema cuya esencia profunda no se manifiesta a simple vista.⁷

Es por ello que el momento de la crisis –para los casos de 1976, 1982 y 1994 en la economía mexicana–, es considerado en este trabajo, como el momento en cual el proceso económico realiza una especie de ajuste de cuentas a partir del reconocimiento expreso de los desajustes y desequilibrios estructurales que como *pecado original* acompañan a este capitalismo mexicano.⁸

Tales ajustes de cuentas se han presentado, *casi siempre*, como una redefinición de la paridad entre el peso y el dólar. Esto ha sido así por dos motivos principales, el primero es que la mayor parte del comercio internacional de México se lleva a cabo con EUA y el segundo porque, luego de los acuerdos de Breton-Woods, el dólar

⁷ Al respecto, en 1982, JLP diría que se trataba simplemente de un “problema de caja.”

⁸ Cfr. F. Engels, *op. cit.*, en este texto se señala cómo ya hacia el fin del siglo XIX, las crisis habían perdido, en la mayoría de los casos, sus características tradicionales, en virtud del avance en las comunicaciones, teléfono y telégrafo, y de la navegación a vapor, mecanismos ambos que acortaron sensiblemente las distancias entre los centros de producción y los lugares de consumo (de realización de las mercancías y por lo tanto de su valor para los productores).

se convirtió en la moneda mundial para el saldo de las diferencias en las balanzas de pagos.⁹

Ya en otro lugar¹⁰ se presentaron algunas ideas que intentan coadyuvar en algo al esclarecimiento de la dualidad del fenómeno crisis-devaluación para el caso de este país, así como de la relación entre el ciclo del "capitalismo mexicano" con el ciclo del "capitalismo mundial" y la superposición de los cambios sexenales en el desencadenamiento, pero no está por demás revisar los aspectos fenoménicos de la existencia capitalista-sus efemérides-.

a) EL INGRESO A LA MODERNIDAD (...EL CIRCUITO DE CAÍDA LIBRE...)

Si se observa el conjunto de las devaluaciones de la época moderna (PRIISTA), se puede ver qué, la de 1948 se origina justamente como resultado del *relativo auge económico* que presentó el capitalismo mexicano como consecuencia de la Segunda Guerra Mundial, durante la cual, el país aumentó considerablemente sus exportaciones de mercancías hacia EUA, tanto manufacturas, como productos primarios y desde luego fuerza humana de trabajo.

El esfuerzo adicional que significó, por una parte, suplir las importaciones tradicionales que, por las condiciones de la guerra, EUA estaba en incapacidad de proveer y por la otra, exportar las manufacturas que los mismos EUA requerían, agotó a la planta productiva.

Terminada la guerra, las importaciones, que habían estado relativamente suspendidas, retomaron su ritmo tradicional de ad-

⁹ Además, el dólar se constituyó en la divisa que conforma las reservas del Banco de México, que se supone "respaldan" al peso.

¹⁰ U. Aréchiga, "Devaluación y crisis", Aportes, núm 1, 1996.

quisiciones en el exterior, tanto de bienes de capital para reponer la planta productiva, como de bienes intermedios y de consumo.¹¹

El incremento en las importaciones no tuvo compensación por las exportaciones ni por los salarios de los braceros, que se habían ya reintegrado al ejército industrial de reserva, y se reflejó de inmediato en el déficit de la balanza.¹² El déficit persistente y su acumulación, repercutieron en la devaluación virtual del peso frente al dólar. Empero, la paridad oficial se mantuvo.

Lo anterior fue sólo una de las facetas del problema, otra faceta estuvo constituida por una inercia inflacionaria, provocada por las condiciones mismas de la economía de guerra, caracterizada por la escasez de mercancías y la austeridad productiva de la planta nacional –además involucrada en programas de exportación hacia EUA– que se enfrentaba a una demanda relativamente ampliada por el aumento de los empleos y las remesas de dólares de los braceros.

Los acaparamientos, ocultamientos y la elevación de los precios fueron el correlato de la efímera bonanza, que una vez desaparecida, continuaron su marcha victoriosa.

Aunado a lo anterior, la modernización del país, impulsada por el régimen de Alemán, implicó gastos más allá de los ingresos gubernamentales para financiar las construcciones monumentales

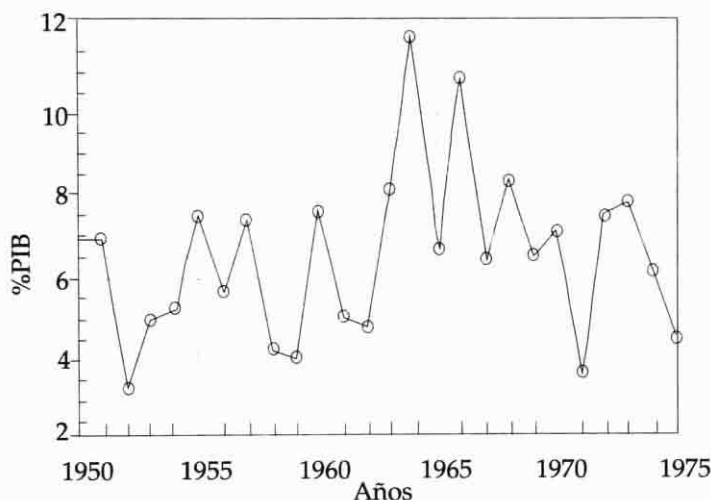
¹¹ Especialmente en los renglones de bienes de consumo se dio una modificación sustancial con la introducción desde los EUA, de los productos sintéticos, detergentes, plaguicidas, plásticos, etc., que contribuirán de manera importante al aumento del volumen de importaciones primero y luego, paradójicamente, durante el período de la sustitución de importaciones al incremento del déficit.

¹² Cfr. K. Marx. Al respecto de los efectos del déficit comercial sobre la paridad de las monedas, vale la pena consultar el capítulo XXXV del tercer tomo de El Capital: “Los metales preciosos y el curso del cambio”, Edición del FCE.

(La ciudad universitaria de la Cd. de México, entre otras).¹³ El déficit de las finanzas públicas se cubrió con emisión y se produjo un doble efecto sobre la inflación. Por un lado, el aumento de la masa de circulante produjo una devaluación efectiva de la moneda y por otra parte, se incrementó la demanda sobre una oferta restringida y controlada por los acaparadores.

Mientras tanto, la paridad oficial siguió manteniéndose –como luego se haría costumbre– hasta que las reservas del Banco de

*Gráfica 2
El milagro mexicano
Incremento del PIB%*



Fuente: Informes presidenciales y NAFINSA, Statistics on Mexican.

¹³ El déficit público será otra de las constantes en el desarrollo de las crisis-devaluaciones.

México fueron agotadas por los especuladores, que entonces y ahora, han dispuesto de información privilegiada. Una vez agotadas las reservas, el peso se dejó a las fuerzas del mercado, descendiendo de 4.85 a 5.74, hasta que alcanzó un nivel de 8.01 pesos /dólar en 1949.

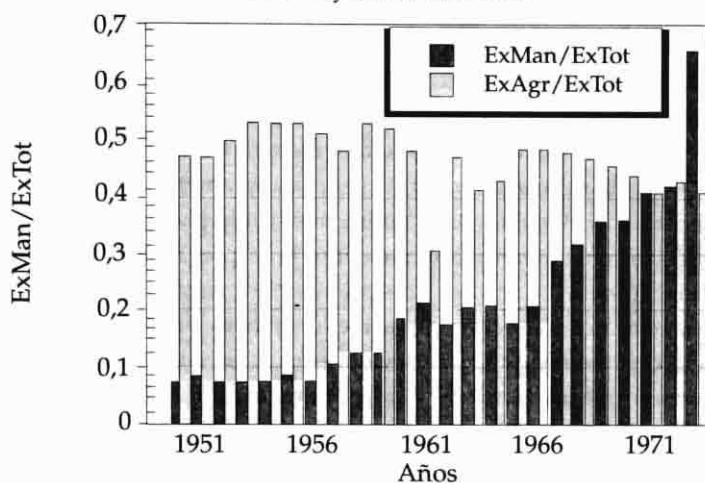
Toda vez que las causas de la devaluación no cedieron, la paridad continuó deteriorándose hasta llegar en 1954 al nivel de los 12.50 pesos por dólares, cotización que se mantendría hasta agosto de 1976.

Este último lapso, fue el período del desarrollo económico más estable y consistente de la historia reciente, y dio lugar al tan llevado y traído “milagro mexicano”. En él se pasó de ser una sociedad mayormente agraria a una sociedad urbana, empero jamás se logró la autonomía. Por el contrario la supeditación a los grandes centros capitalistas continuó en aumento.

En efecto, hasta 1970 la industrialización del país, encauzada por los derroteros del desarrollismo propuesto por la CEPAL, se había sustentado en gran medida sobre las exportaciones agrícolas, en el marco de un proteccionismo a ultranza que se antojaba casi como la creación de “industriales de invernadero” y desde luego en una participación del Estado en la economía, que garantizaba a dichos industriales de invernadero, energía e insumos de bajo costo, toda vez que el Estado no participaba en el reparto de la ganancia. Mecanismo doble que contribuyó a hacer muy rentables las inversiones de la época y, por lo mismo, a impulsar el “milagro mexicano”.¹⁴

¹⁴ *Hasta qué punto la gran participación del Estado en la economía, en lo que se dio en llamar “economía mixta”, ha sido responsable de los ciclos sexenales y sus mínimos, no queda muy claro, dado que el abandono de dicha actividad no se tradujo en un mantenimiento de las tasas de crecimiento. Tampoco su retiro alentó el incremento de la tasa de ganancia. En realidad, la aparente falta de “eficiencia” en la operación de las paraestatales se convertía en incremento del mercado interno*

Gráfica 3
Exportaciones agrícolas y
de manufacturas en el total



Fuente: El autor con datos de NAFINSA, op. cit.

Empero, ya para mediados de la década de los 60, el campo venía mostrando síntomas de agotamiento, la atomización de la tierra, el ejido con objetivos políticos más que de producción y una política inadecuada de precios de garantía¹⁵ se sumaron a la sobre-

por la "derrama" salarial, entre puestos de trabajo no siempre justificados, y desde luego, en mayores tasas de ganancia por la oferta de insumos de bajo precio para la iniciativa privada.

¹⁵ En estos años se "destimuló" al campo –bajó el precio del maíz– aduciendo que resultaba más barato importar que producir. Cfr NAFINSA, La economía Mexicana en cifras... 1974.

producción mundial de algodón, factores todos que desembocaron en una crisis agrícola hacia 1965.

En estas condiciones, las exportaciones agrícolas no pudieron continuar soportando el peso de la industrialización. Las manufacturas, que habían ya comenzado a exportarse, todavía no tenían un peso significativo en la balanza, de tal suerte que para continuar el proceso de “desarrollo” se tuvo que recurrir a la deuda.

Luego, la deuda aumentaría desmesuradamente hasta convertirse en un obstáculo que se antoja insalvable para el crecimiento de la economía mexicana y que como la serpiente que se muerde la cola, comenzó a crecer simplemente para pagar intereses. Pero antes habrá que precisar de la mejor manera posible esta doble faceta del fenómeno crisis-devaluación y las consecuencias que devienen, por una parte de, y que por otra conducen a, el encuentro con la nefasta pareja.

b) EL DESARROLLO... IN THE AMERICAN WAY ...

Visto como fenómeno cíclico la crisis-devaluación no se presenta de manera regular, ni siempre ha revestido las mismas peculiaridades, ni por lo tanto sus secuelas han sido las mismas, de tal suerte que resulta pertinente explorar de nueva cuenta las características en las que se ha presentado el “punto de inflexión” y las consecuencias netas más evidentes que se han presentado.

Como puede verse, tal parece que la inscripción de la economía mexicana en la modernidad capitalista implicó la entrada a un camino estrecho y de un equilibrio precario, cuya precariedad se fue acentuando en la medida en que las características de aquella inscripción se fueron haciendo más y más profundas.

En efecto, la inscripción definitiva de la economía mexicana en el capitalismo mundial –aún antes de la puesta en práctica por parte de la CEPAL y los gobiernos locales de la teoría del subdesa-

<i>Años</i>	<i>Fase del ciclo</i>
1948-1950	devaluaciones
1951-1954	estancamiento
1954	devaluación (recaída)
1954-1958	estancamiento
1959-1970	recuperación
1971	depresión ("atonía")
1972-1973	recuperación
1974-1975	estancamiento
1976	crisis, devaluación
1977	estancamiento
1978-1979	recuperación
1980-1981	auge
1982	crisis, devaluación
1983	estancamiento
1984	recuperación
1985	estancamiento
1986	crisis, devaluación
1987	recuperación ligera
1988	estancamiento moderado
1989-1990	recuperación lenta
1991-1993	estancamiento lento
1994	crisis, devaluación

rollo y sus políticas de remedio— se comenzó a dar al término de la segunda guerra mundial, como consecuencia de la expansión de los mercados del capitalismo metropolitano.

La importación de nuevos productos, detergentes sintéticos, medias de nylon, bolsas de plástico, etc., y su correlato obligado: la

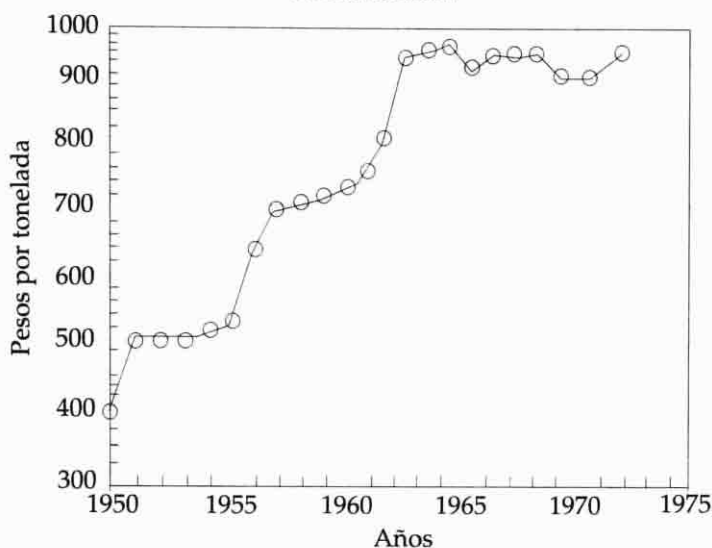
profundización del desequilibrio de la balanza por el pago de regalías y licencias por la tecnología y el know-how, fueron los signos más evidentes de esta incorporación. Menos evidentes, pero más sustanciales, en tanto que soportes de aquellas importaciones, resultaron las exportaciones –imprescindibles en la compensación– principalmente agrícolas: algodón, sorgo, trigo, hortalizas, etc., mediante las cuales se incorporaron nuevas tecnologías en los distritos de riego recién abiertos que requirieron a su vez de insumos de importación, agroquímicos e implementos, cosechadoras, cultivadoras, tractores y automóviles para los “agricultores nylon”.

En esta fase, luego de la recaída de 1954, el crecimiento lento surgió del estancamiento como mariposa de la crisálida. El *Milagro Mexicano* se hizo presente y era evidente para propios y extraños que este país estaba dejando atrás el subdesarrollo. Apoyado en la política de sustitución de importaciones y la de industrialización a toda costa,¹⁶ mantuvo su paso ascendente con ligeras inflexiones hasta 1970. Junto con el crecimiento del PIB crecían tanto la inversión como el salario real, pero también crecieron las importaciones, en un clima de relativa paz social, la convulsión del 68 no alteró sensiblemente el auge del sexenio del auge.

Empero, en el campo las cosas no marchaban tan bien como en la urbe. En 1965-66 se produjo una caída en los precios de garantía, que lejos de recuperarse se acentuó con los años y que traería consecuencias graves tanto en la producción de alimentos (la dependencia alimentaria), (gráficas 4 y 5), como en las estructuras

¹⁶ Esta industrialización a toda costa, no es el resultado de una moda actual, es por así decirlo, el pecado original del sistema mexicano, el cual, careciendo de un modelo de desarrollo propio, desde su nacimiento como país independiente en los años 20 del siglo pasado, volvió su vista al exterior para adoptar la visión europeo-norteamericana, vinculada estrechamente al desarrollo capitalista. Al respecto ver H. G. Ward, “México en 1828”, FCE y U. Aréchiga, “La Tecnología y el atraso tecnológico”, Topodrilo, Primavera de 1991, pp. 58-61.

Gráfica 4
Precio del Maíz



Fuente: NAFINSA, *op. cit.*

políticas de control que comenzaban a mostrar profundas deficiencias. Sin embargo, esto era simplemente lo aparente, lo inmediatamente visible. En los sótanos más oscuros y más profundos del capitalismo mexicano *el huevo de la serpiente se venía incubando*.

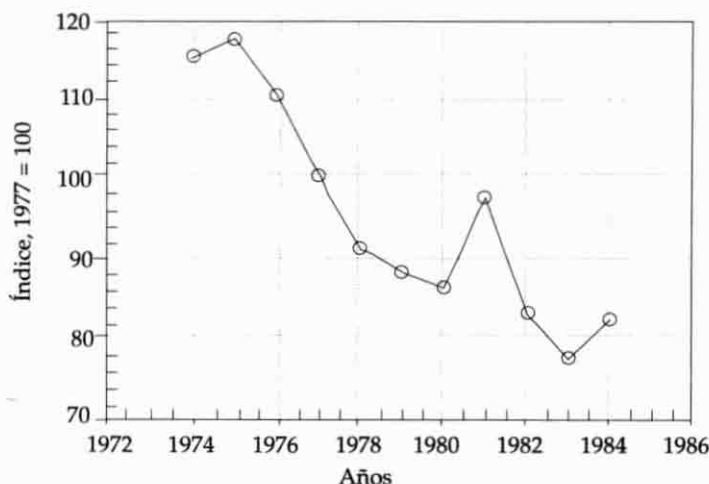
En 1971, a dicha *inseguridad capitalista que condiciona la inversión* por el cambio de gobierno, se sumaron las cuestiones agrícolas para configurar un panorama con negros nubarrones para el crecimiento del sistema.

En efecto, las importaciones mayormente de bienes de capital, que habían venido siendo el soporte estructural del milagro mexicano, fueron tradicionalmente compensadas, en gran medida, con la exportación de productos agrícolas. Empero, a la baja de los precios de garantía se sumó la sobreproducción algodонера mun-

dial, produciendo un obstáculo para la consecución de las divisas necesarias y provocando la recesión consecuente.

La recuperación de la confianza de los inversionistas y la *contratación de deuda*, se sumaron al impulso exportador que el gobierno LEA desarrolló, buscando ampliar el panorama de los posibles clientes y aminorar la dependencia de las compras norteamericanas, alentando la exportación de manufacturas, las que pasaron a ocupar el lugar que hasta entonces habían tenido los productos agrícolas.

Gráfica 5
Índice de precios de garantía,
1977 = 100



Fuente: Banamex.

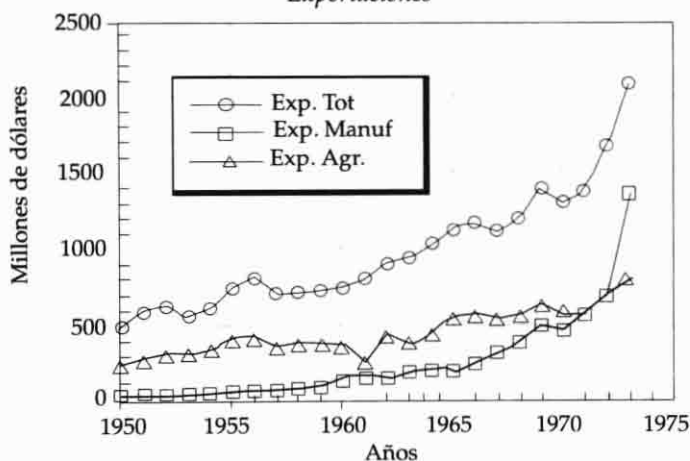
LOS DÓLARES BARATOS

Aquí puede resultar conveniente abrir un paréntesis en la cronología de las efemérides para destacar un mecanismo de política

económica, que ha sido muy utilizado tanto para maniobrar entre los escollos de la economía como en los de la política, particularmente la política electoral y que, desde una cierta perspectiva, parece haber jugado un papel importante en la aparición de las devaluaciones violentas, galopantes a saber: el mantenimiento de diferencias sensibles entre la paridad real y la paridad oficial de la pareja peso-dólar.

Independientemente de los mecanismos utilizados para calcular la paridad: costos de la canasta en más de cien países (133, FMI) y su comparación con los costos nacionales y luego la obligada referencia al costo en dólares en USA,¹⁷ la cercanía con la cabeza del dragón imperial, el unipolo del imperialismo y las extensas y

Gráfica 6
Exportaciones



Fuente: El autor con datos de NAFINSA, op. cit.

¹⁷ Cfr. Anexo al VI informe presidencial, 1964, p. 156.

profundas relaciones económicas México-EUA propone por lo menos tres factores que gobiernan profundamente la paridad real:

En primer lugar, las diferencias en la velocidad de crecimiento de los precios, es decir las diferencias en la magnitud de la inflación entre ambos países.

En segundo lugar, y como consecuencia de los desequilibrios de la balanza, tradicionalmente deficitaria para México, se presenta una "oferta excesiva" de pesos, presionando a la baja.

Finalmente, pero no menos importante, aunque si más puntual en el tiempo, la demanda interna excesiva de dólares —que se presenta particularmente en los momentos de pánico cambiario.

Si bien este tercer factor actúa más bien como mecanismo de ajuste en los momentos críticos, los dos primeros son determinantes de la paridad real peso-dólar.

Sin embargo, como ya se mencionó más arriba, de manera independiente respecto de la paridad real, se mueve o puede moverse la paridad oficial, a tono con ciertas medidas de política económica o electoral. Como ha sido dable observar.

EL MANTENIMIENTO ARTIFICIAL DE LA PARIDAD

Continuando con las efemérides, el milagro mexicano, mantenido por lo menos desde 1958 hasta 1970, empezó a mostrar grietas de manera más evidente en el campo, tanto por el deterioro de los mecanismos tradicionales de control de los campesinos, como por el abatimiento de los precios de garantía y el abarrotamiento del mercado del algodón. En estas circunstancias, el campo no podía aportar las divisas necesarias para mantener una marcha ascendente de la economía, sustentada primordialmente en la importación de medios de producción. Por otra parte, el incremento continuo de la participación de las manufacturas en el total de las exportaciones resultaba también insuficiente para mantener el paso.

<i>Paridad (tipo de cambio) Fechas</i>	<i>Pesos/US. dólar</i>		<i>Paridad (tipo de cambio) Fechas</i>	<i>Pesos/US dólar</i>
1948 (21-VI)	5.74		1985	450.00
1959 (18-VI)	8.01		1986	921.00
1950	8.65		1987	2,260.00
1954 (19-IV)	12.50		1988	2,330.00
1976* (promedio)	20.00		1989	2,692.00
1977 "	22.99		1990	2,959.40
1978	22.96		1991	3,096.20
1979	23.02		1992	3,183.60
1980	23.50		1993+	3.33
1981	26.41		1994	3.43
1982	150.00		1995	7.00
1983	161.84		1996	7.67
1984	210.21			

* De 1976 en adelante se registran los promedios anuales.

+ Cambio nuevos pesos (1000 pesos = 1.0 N\$), Formulado a partir de los anexos al VI informe presidencial, 1994, p. 156.

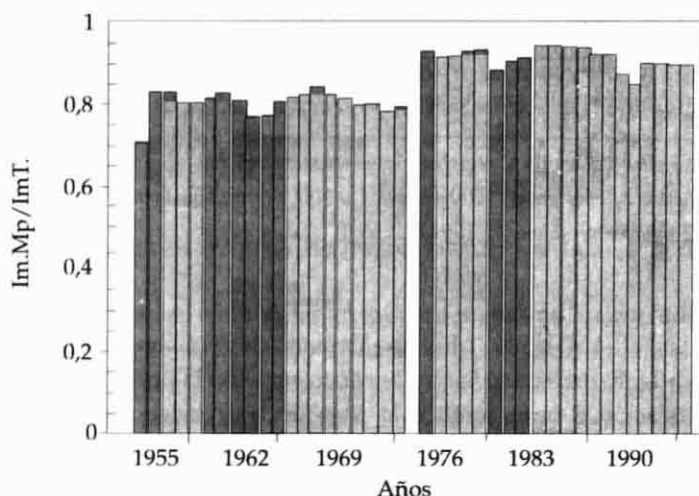
La "atonía" de 1971 fue una llamada de atención que fue desatendida. El déficit tradicional se acrecentó con la política de industrialización a toda costa y la idea de trascender fincada en el "nacionalismo revolucionario" exigió de mayores importaciones de bienes de capital. Para alentar estas importaciones el gobierno de Luis Echeverría no vaciló en endeudarse para mantener artificialmente la paridad de 12.50, transfiriendo recursos hacia los capitalistas con la idea de fortalecer la "producción nacional".

Las presiones a la baja sobre el peso no tardaron en hacer su aparición, aceleradas por otra circunstancia. En 1973 la aparición

del “embargo petrolero” disparó los precios del petróleo desde U\$ 3.00/ barril hasta 24 y luego hasta 43 al final del período. Esta circunstancia provocó, de inmediato, una elevación acelerada de los precios en los países de mayor consumo petrolero, los países desarrollados, los cuales por otra parte, eran los proveedores de bienes de capital para la industrialización mexicana.

La repercusión de el alza de los precios de los bienes de importación se tradujo en lo que se llamó “inflación importada”, la que como siempre sucede, resultó mucho mayor que la “inflación de origen”,¹⁸ aumentando la presión a la baja sobre el peso.

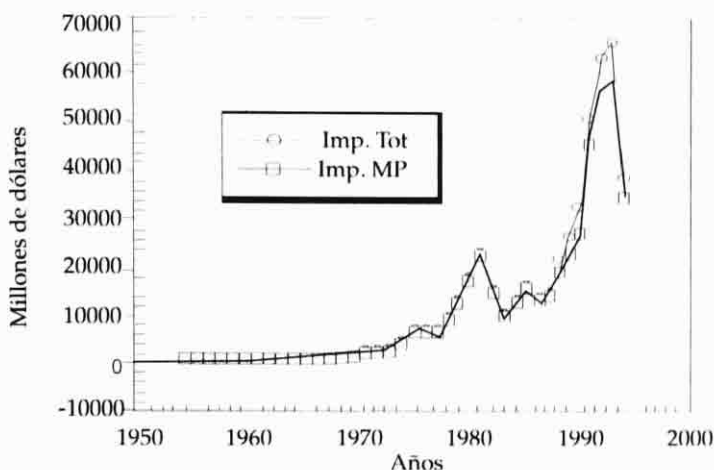
Gráfica 7
Medios de producción/
Importaciones totales



Fuente: Elaborada por el autor con datos de NAFINSA y de anexos a los informes presidenciales.

¹⁸ En tanto que en EUA la inflación se dio en el entorno del 10%, en México se tuvieron aumentos de precios del orden del 20%.

Gráfica 8
 Importaciones totales y
 de Medios de producción



Fuente: Elaborada con datos de NAFINSA, op. cit. y anexos a los informes pre-identificales.

Los especuladores, por una parte, y los deudores por la otra, previendo la devaluación,¹⁹ aceleraron la compra masiva de dólares, que solapadamente venía creciendo desde 1973, precipitando la devaluación violenta a finales de agosto de 1996, en las vísperas del VI informe de gobierno de LEA.

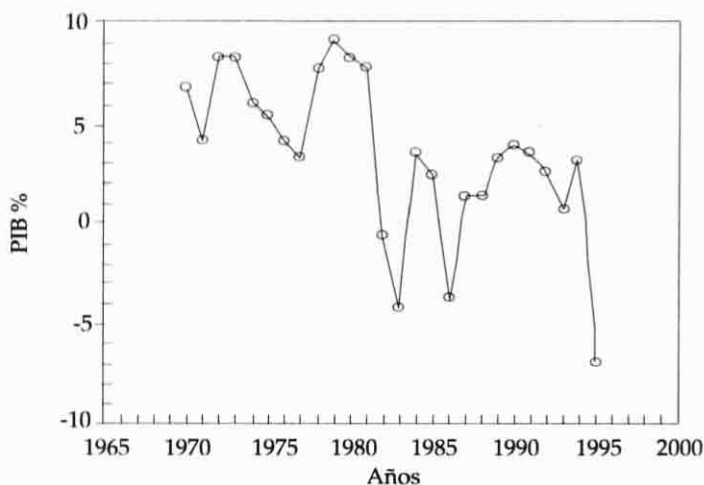
El mantenimiento artificial de la paridad para impulsar la industrialización a toda costa, como un mecanismo de indepen-

¹⁹ Siempre ha resultado muy sospechosa tal "previsión". En ésta y en las sucesivas devaluaciones las conductas de esta naturaleza parecen ser, más bien, el resultado de información privilegiada. La salida de dólares fugados se puede ver por los errores y omisiones: -856(73), -1236(74), -1521(75) y -3615(76). Anexo, VI inf. 1994, p. 136.

dencia de los EUA, se tradujo en su contrario, por la mayor supeditación de la economía local a los designios del capital imperialista, tanto por el incremento de las importaciones cuanto, y con mayor razón, por la vía del capital usurario. El volumen de la deuda dio un salto desde el entorno de los 5,000 millones de dólares hasta los 23,000 en el transcurso del sexenio 1970-1976.

El milagro mexicano se mostró como en gigante con pies de barro y el sistema amenazaba con el derrumbe.

*Gráfica 9
El descenso producto interno bruto
(Tasas de crecimiento)*



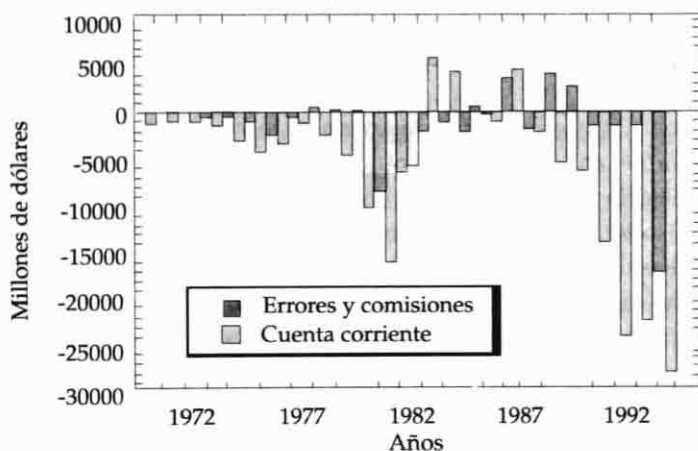
Fuente: Elaborada con datos de informes presidenciales y Banamex.

EL "DESPEGUE" Y LA PRIMERA GRAN CRISIS: PETRÓLEO Y DEUDA

La inercia inflacionaria que se venía arrastrando desde su aparición y acentuación en 1973, como "inflación importada", recibió un nuevo impulso con la devaluación de agosto de 1976 y no se detuvo con el cambio de gobierno. No obstante, el tipo de cambio se estabilizó casi de inmediato en el entorno de los 23.00 pesos por dólar. Durante 1977 se produjo el estancamiento consecuente a la devaluación y a la así llamada "carencia de liquidez", el PIB, que venía creciendo con tasas sexenales del orden del 6% anual, cayó hasta una tasa de 3.4%, medida ésta sobre una nueva base estadística (1980) (ver gráfica 1).

En la carencia de los primeros días de gobierno se inició la incubación de la siguiente crisis, la más profunda, hasta entonces, del capitalismo mexicano.

Gráfica 10
Cuenta corriente
errores y omisiones



Fuente: Elaborada a partir de anexos del VI informe de gobierno.

La necesidad de conseguir recursos llevó aparejada la pérdida de autarquía, al tener que someter los criterios de política económica a los dictados del FMI, el cual impuso un plan de austeridad, que como de costumbre, recayó con todo su peso sobre el salario tanto directo –los topes salariales hicieron su aparición– como indirecto –reducción del gasto social–.

Al endeudamiento como mecanismo de soporte del crecimiento, que ya venía siendo utilizado de manera preeminente desde el sexenio anterior, se sumó la exportación masiva de petróleo, el cual ya para 1977 constituyó el 25% de las exportaciones totales.

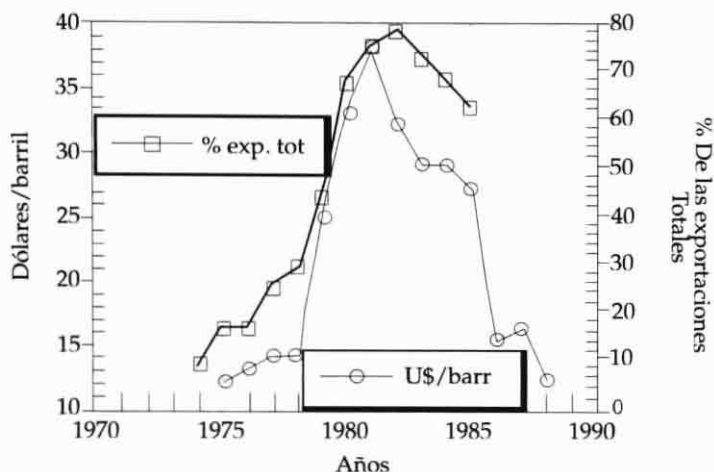
La presencia de estos dos factores en la mente de los planificadores del futuro nacional se sinergizaron, se potenciaron mutuamente y estallaron en sueños de grandeza, la prepotencia y megalomanía del gobernante en turno se expandieron como luces de bengala iluminando el suelo patrio: “...nuestro problema será cómo administrar la riqueza...” y frases semejantes resonaron como música celeste como promesas de paraísos por venir...

Entre tanto “la austeridad” impuesta por los dictados del FMI conducían a otras frases menos halagüeñas. Mientras el reino de la abundancia llega, los trabajadores deberán “...echarle más agua a los frijoles...”

Con criterios preñados de pragmatismo y “*sano sentido común*” se miró el endeudamiento como gran negocio. Las tasas internacionales de interés eran relativamente bajas, mientras que la inflación, sobre todo en EUA, mantenía un diferencial por arriba de aquéllas del orden de 5-6 puntos porcentuales. ¡El simple paso del tiempo era negocio! El pago del préstamo se haría con dólares devaluados, y, por lo menos se tendría ya ganado el diferencial entre la tasa contratada y la inflación (!!!!).

Por otra parte y ya con una visión más realista, la posibilidad de explotar masivamente los yacimientos petrolíferos y entrar como esquirolo en el mercado de crudos exigía de inversiones

Gráfica 11
Exportaciones petroleras



elevadas y urgentes. La única fuente visible era el endeudamiento y sobre esa línea se avanzó.

En aquellos 1977-1980 el crédito como ya se mencionó antes, era *muy barato*, en razón de dos circunstancias:

En primer lugar, el circuito financiero internacional se encontraba abarrotado de petrodólares.

En segundo lugar, la elevación violenta de los precios del petróleo, había inducido una recesión ante el encarecimiento de los productos en los países de mayor desarrollo económico.

Ambas circunstancias configuraron una *sobreproducción de capital*, dado que el capital susceptible de ser prestado, no tenía posibilidades de ser empleado en el entorno de los centros financieros. El tercer mundo y Polonia se ofrecieron como solución al "glut". El capital financiero internacional mató dos pájaros de un tiro: por una parte se deshizo del capital que en sus manos se

encontraba como “papa caliente” y por la otra, echó a andar a la industria productora de bienes de capital, que se encontraba atascada en los países de mayor desarrollo industrial. *Las contradicciones internas del capitalismo metropolitano fueron desplazadas a la periferia.*

En esas circunstancias, el gobierno mexicano decidió endeudarse para avanzar en la explotación petrolera, aprovechando la oportunidad que le brindaba el alto precio del mercado y la actuación como esquirolo frente a los países de la OPEP.

Poco importó en esta estrategia de desarrollo el hecho de que el principal cliente, EUA, estuviera comprando petróleo para llenar sus reservas estratégicas. Los danzantes, en la danza macabra jamás piensan en el final, sólo el vértigo de la grandeza: por fin, salvar a la patria, llevarla al concierto de los países desarrollados, ser grande entre los grandes.

El país no necesitaba tanto de buenos políticos como de administradores certeros y desde luego, entre los salvadores del país se encontraba Jorge Díaz S., artífice de la bonanza petrolera, reflejada en la torre “más alta del mundo”. En esta línea, la “Reunión de la República” se llevó a cabo en Hermosillo y el discurso de apertura fue dado por JDS, mostrando a propios y extraños la señal que lo ungía como Delfín. Hecho inusitado, que el director de una empresa paraestatal fuera el encargado de abrir una reunión del más alto nivel federal entre el presidente y los gobernadores.

Entre más grandes lo sueños, más grande la deuda y más doloroso sería el despertar.²⁰

²⁰ En este punto siempre queda abierta la duda respecto de la estrategia petrolera. En primer lugar, queda claro como se señala en el texto, que el exceso de petrodólares forzó los intereses internacionales a la baja aún con inflaciones relativamente elevadas, haciendo muy atractivo el endeudamiento para los países de “desarrollo intermedio”, (“segunda esfera de inversión”), como fue el caso de México y Polonia

Luego de esta disquisición por el campo de lo anecdótico, que sin embargo, ilustra con claridad los mecanismos subjetivos a través de los cuales la "objetividad histórica" se plasma, habrá que retomar el hilo de la discusión.

Las condiciones subjetivas no hicieron otra cosa, durante el sexenio de JLP, que acentuar las tendencias que conducían hacia el equilibrio precario, primero y al desequilibrio frecuente después, que ya se venían dando. Tales tendencias mantuvieron un crecimiento relativamente lento desde los años de la posguerra hasta 1971, año en el que iniciaron un crecimiento que se fue acelerando continuamente. Entre sus primeras manifestaciones, aparecieron tanto el crecimiento acelerado de la deuda que pasó desde 23,000 millones de dólares en 1976, hasta 50,000 en 1980, como en la dependencia del petróleo, el cual para el último año se situaba como el "responsable" del 67.5% de las exportaciones totales.

Por su parte, el desequilibrio en cuenta corriente, correlato obligado del crecimiento económico de este país, también aceleró su crecimiento y del orden de los 4,000 millones de dólares hacia el final del sexenio de LEA, pasó al nivel de los 17,000 en 1981 a pesar de las exportaciones petroleras.

Mientras, el precio del petróleo Itsmo, que se venía incrementando hasta alcanzar los 38 U\$ por barril en la primera parte de 1981, llevaría su venta al exterior hasta constituir el 75% de las exportaciones totales, sentando bases objetivas para la transforma-

entre otros. Lo que no queda muy claro es cómo JDS, viejo lobo petrolero no previó la sobreproducción, que con la entrada de Alaska y el Mar del Norte en la producción, era un hecho no solamente previsible en el corto plazo, sino un objetivo claramente planteado, junto con las políticas de ahorro y de sustitución de combustibles, en la estrategia de los grandes países consumidores, particularmente EUA, planeada para contrarrestar el alza. El papel que jugaron Bush (socio del JDS en Pemargo) y la CIA es una interrogante que hasta ahora ha quedado sin respuesta.

ción del auge en la locura, que alimentaba la megalomanía y el derroche de los gobernantes.

En el panorama económico se configuraba ya, de nueva cuenta, un escenario similar al que se dio previamente a la crisis del 76, sin embargo nadie parecía percatarse. Más aun, se contratataron los servicios de una compañía, la Diemex-Wharton, para la construcción de modelos que validaran las expectativas de los estrategas económicos oficiales y dotaran, a partir de sus procesadores-bolas de cristal, de modernas expresiones cibernéticas a los sueños sexenales.

A pesar de los nubarrones que pronosticaban la tormenta, todo mundo pensó que la aurora sería eterna. La importación de medios de producción, materias primas y bienes de capital, continuaba su marcha ascendente apoyada en los dólares baratos, subvencionados con deuda, y el crecimiento del mercado interno que el aumento de la ocupación, a pesar de los salarios deprimidos, había producido.

De pronto a mediados de 1981, en la cúspide del auge, se produjo la caída de los precios del petróleo como efecto de la *sobreproducción mundial*.

El despertar fue violento, cayó la cabeza de Díaz Serrano, quien de héroe pasó a villano, pero como se estaba en un año de campaña electoral, la política se impuso a la economía. A pesar de la fuga de capitales, la cotización del dólar se mantuvo relativamente estable, favoreciendo la especulación (los errores y omisiones registran una salida de 9, 212 millones de dólares y un incremento de la deuda hasta los 75,000 millones en el año).

En condiciones económicas desastrosas arrancó 1982, con enormes presiones sobre el peso y a pesar de que el presidente prometió defenderlo "...como un perro...", la fuga de capitales continuó. Se produjo una devaluación en febrero y otra después de las elecciones, luego que la actividad especulativa había dejado exhaustas las arcas del Banco de México. "Nos saquearon, pero no nos volverán a saquear..." y con lágrimas en los ojos se decretó la recuperación

por el Estado, de las funciones de banca en una acción que se dio en llamar la nacionalización.

Al margen de las anécdotas y del folclore sexenal, la crisis, que bien se puede presentar como una *CRISIS TÍPICA DE SOBREPRODUCCIÓN*, a partir del exceso de la oferta petrolera sobre la demanda en 1981, se configuró también para este país en 1982 con elementos y factores semejantes a los de la crisis de 1976, salvo que ahora, con las dos crisis superpuestas, se presentó un efecto de resonancia cuyas consecuencias serían más profundas.

Otra vez la economía capitalista del país se encontró en dificultades al final de un período presidencial, con la preeminencia de lo político sobre lo económico, con una velocidad de inflación mayor que la de EUA, principal socio comercial, con una paridad forzada del peso y la acumulación del déficit en cuenta corriente, además de una especulación desatada y la fuga de capitales. *El dinero huyó de la esfera de la circulación y las mercancías no pudieron sufrir su metamorfosis final a dinero. La reproducción del capital local se congeló. La nueva desocupación se sumó a la del año anterior y el mercado interno se restringió. Para 1983 el PIB tendrá un decremento de 5.3%*²¹

Si la caída de los precios del petróleo supuso un “freno” al crecimiento, los otros factores, que ya se empezaban a configurar como tradicionales, le dieron la puntilla al sueño de grandeza y acabaron de una vez por todas con la ilusión del despegue (solamente durante un sexenio, porque las aspiraciones mesiánicas volverían, como el ave fénix, a renacer de sus cenizas)

²¹ El decremento es un dato que luego fue corregido a 4.2%. Este dato como la inmensa mayoría, son cuantitativamente inconsistentes, por los continuos “cambios de base” y el afán permante de “maquillar” los resultados. Sin embargo, el orden de magnitud resulta equivalente y refleja en ambos casos la profundidad de la caída, ya que este 4-5% es una reducción sobre el PIB de 1982, que ya había sufrido una caída de 0.5% sobre 1981.

La quiebra fue de tal manera violenta que el gobierno no tuvo más remedio que declararse en moratoria de pagos. Por primera vez, este país tuvo un papel relevante en el concierto mundial. Su insolvencia amenazó de manera violenta el equilibrio del sistema financiero mundial. Continuar la moratoria "...hubiera sido irresponsable...", diría el Tlatoani de turno.

EL ESTANCAMIENTO

Luego de la euforia y los sueños de grandeza vino la depresión y un período de profunda grisitud. A pesar de que el gobierno intentó recuperar la confianza de los capitalistas devolviéndoles la concesión de la banca e indemnizándolos por las acciones de las compañías requizadas, éstos, que nunca han sido hermanas de la caridad, continuaron con sus tareas especulativas, luego que el gobernador del Banco de México declarara estar dispuesto a entregarles hasta el último dólar.

Así al leve período de recuperación de 1984 y 85, siguió una recaída violenta en 1986. La deuda externa y la carga de sus intereses y amortizaciones continuaron creciendo a pesar de la reversión de la cuenta corriente, cuyo superavit se soportó principalmente en la drástica reducción de las importaciones como correlato de la profunda depresión en la que se encontraba sumergida la economía.²²

²² Otra vez la nota folclórica, anecdótica, se da con las opiniones de los economistas oficiales que siempre echan las campanas al vuelo ante el superavit de la balanza comercial, y más aun con el de la cuenta corriente, como si esto fuera un síntoma de bonanza y no de estancamiento profundo de la economía. Cosas de la "comunicación social" dicen ahora los expertos o intentos de dar atole con el dedo, como lo define la gramática parada.

La capitalización de los intereses, o lo que es lo mismo la contratación de nueva deuda para pagar los intereses de la antigua, dotaron a la deuda externa de un crecimiento autónomo, hasta alcanzar en 1986 los 100,000 millones de dólares, equivalentes al 76.6% del producto interno bruto.

La fuga de capitales expresadas en los errores y omisiones de la balanza de pagos fueron acumulándose durante el período, si bien las cantidades anuales fueron relativamente bajas comparadas con las de 1981 y 82, eran semejantes a la fuga de 1976. En forma paralela la inflación se venía manifestando como un proceso desbocado: 98% en 1982, 80.8% en 83, 52.9% en 84, 63.7 % en 85, 105.7% en 86 y 159.2% en 1987.

Como puede verse, las presiones que en su momento se han prefigurado como factores de las tres crisis anteriores, se encuentran presentes durante todo el transcurso del período de depresión que siguió a la caída de 1982-83, salvo quizá el subsidio a los dólares, dado el superavit comercial por la caída de las importaciones, que como ya es costumbre acompañó al estancamiento de la economía. Estas condiciones desembocaron en medio de las devaluaciones sucesivas, de nueva cuenta, en la recaída profunda de la economía (-3.8/ del PIB) en 1986 y a dos devaluaciones violentas consecutivas: la paridad pasa de 210 pesos por dólar en 84 a 447.5 en 85 y 915 en 86.

Luego de esta recaída seguiría un período de estancamiento, durante 1987 y 1988, con grandes presiones inflacionarias y devaluaciones permanentes, deslizamientos que más bien fueron caídas vertiginosas. En 1988, en las vísperas del cambio de gobierno, la fuga de capitales hizo su aparición luego de prácticamente dos años de retiro sin graves repercusiones sobre la economía, de por sí ya estancada, aunque si se reflejaría sobre la paridad que alcanzó los 2,680 pesos por dólar.

LA GRAN CRISIS

Al cambio de gobierno, la deuda externa se encontraba en el nivel de los 100,000 millones de dólares y casi de inmediato el gobierno CSG anunció la intención de renegociar los montos y los plazos, especialmente los más añejos, para solicitar "quitas" toda vez que los intereses abonados a lo largo de los años, en muchos casos, habían rebasado ya, con creces, el monto de la deuda original. Las negociaciones no tuvieron el éxito esperado y las reducciones fueron mínimas, pero además, los incrementos de la deuda privada se encargaron de minimizar aun más los escasos logros.

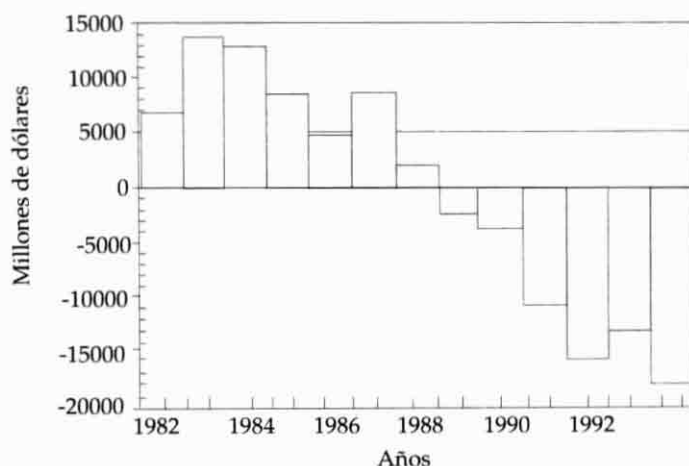
El fraude electoral acabó de convencer a los inversionistas de la buena voluntad del nuevo gobierno y éstos reafirmaron una convicción que otra parte, ya desde 1987, habían manifestado, dando muestras de confianza²³ en el sistema al hacer retornar algo del capital fugado, como lo muestra el saldo positivo de la balanza en errores y omisiones (gráfica 10). Así pues, luego del ligero estancamiento de 1988, el PIB comenzó a crecer en forma lenta pero mostrando una relativa consistencia en su avance.

De inmediato los síntomas de la bonanza hicieron su aparición: La balanza comercial que se había mantenido con un saldo positivo desde 1982 hasta 1988, cambió rápidamente de signo en cuanto el viento de la recuperación empezó a soplar, profundizándose a gran velocidad. Otro tanto sucedió con el déficit de la cuenta corriente

²³ *Sobre todo a raíz de una conferencia que fue dictada en la Universidad del Valle de México por Agustín Legorreta, en la que señaló la complacencia de la IP porque el gobierno de MMH había seguido puntualmente sus indicaciones (de los empresarios). Comentario que no fue ni desmentido ni comentado por el gobierno. El que calla otorga.*

el cual creció desmesuradamente como nunca antes.²⁴ La ligera bonanza se encontró soportada principalmente por el ingreso de la inversión extranjera. Salvo que esta inversión extranjera, que ahora se mostraba superando los niveles tradicionales de la IED, se daba como una "inversión en cartera", la cual hasta 1987 había sido prácticamente inexistente.

Gráfica 14
Balanza Comercial

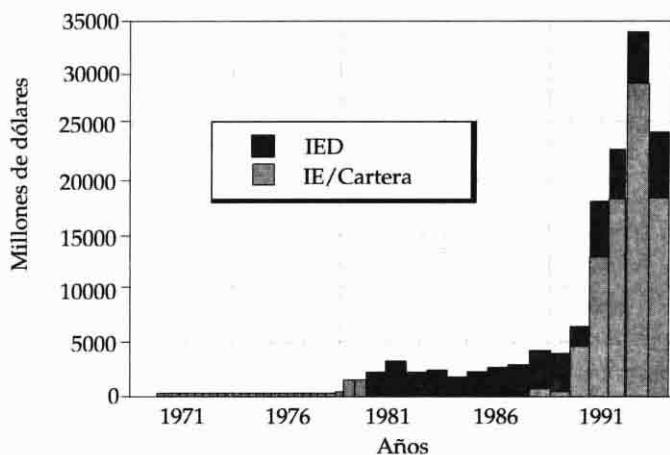


Fuente: Elaborada a partir de los Anexos al VI inf. de gobierno.

²⁴ Otro mínimo profundo se alcanzó en 1981, como consecuencia, en principio, por el auge económico que surgió del endeudamiento masivo y la exportación petrolera y luego la caída, imprevista, del precio del petróleo.

Independientemente de los síntomas de la bonanza y de la inyección de la inversión extranjera, el comportamiento del proceso económico se encontraba en la realidad lejos de mostrar un comportamiento en correspondencia con la aparente mejoría.

*Gráfica 15
Inversión extranjera
directa y de cartera*



Fuente: Con datos del VI inf de gobierno. 1994.

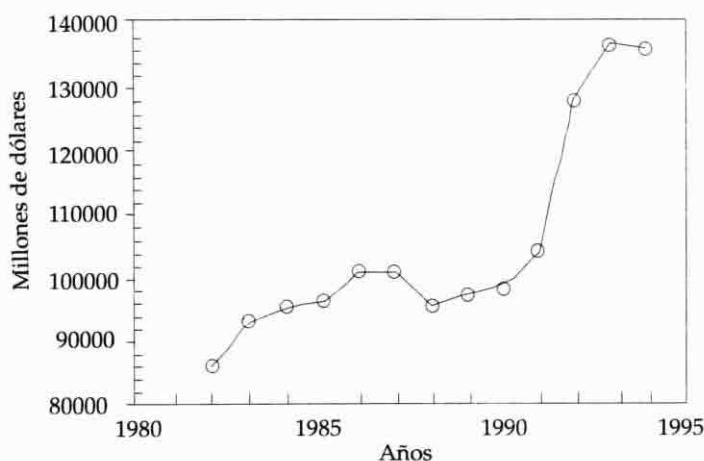
I

En efecto, el leve crecimiento que se venía incubando a partir de 1987, alcanzó un máximo modesto en 1990, para iniciar un movimiento de retroceso que muestra un mínimo para 1993 (gráfica 9). Por otra parte, al analizarse de cerca el proceso económico a través de la aceleración de las tasas de crecimiento por trimestre, se pudo mostrar que a lo largo de 1993 este mostraba ya claras señales de desaceleración, indicadoras de una recesión para el futuro inme-

diato,²⁵ no obstante lo anterior las cifras oficiales anunciaban un repunte del proceso económico para 1994. Tal repunte que parece extraño, dadas las tendencias manifiestas, estaba siendo jalado por buenas cosechas y la construcción, particularmente de macrotiendas para un mercado deprimido.

Por otra parte, a los acontecimientos del 1º de enero y a los asesinatos políticos se sumaron las tendencias alcistas de las tasas de interés en los EUA y la, así llamada, volatilidad de los capitales extranjeros especulativos invertidos en cartera. De nueva cuenta las presiones sobre el peso se hicieron sentir: El déficit de la balanza comercial significó en lo inmediato un rápido incremento de la deuda.

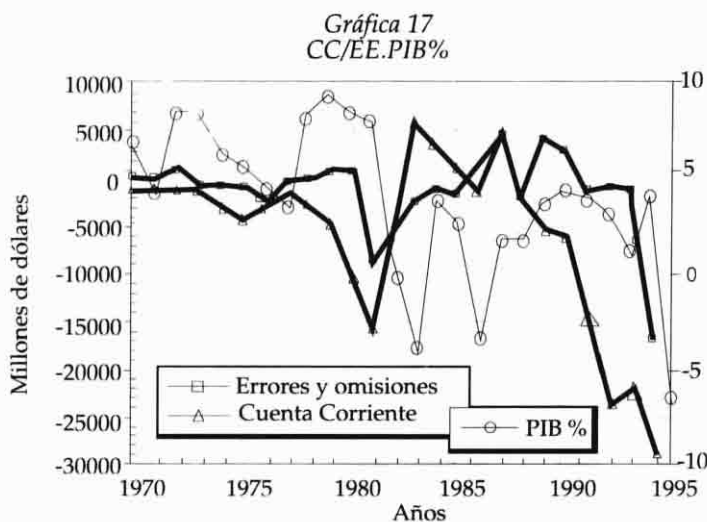
Gráfica 16
Deuda Externa 1982-1994



Fuente: Banamex, *Examen...* núm 820, marzo de 1996, pp 112 y ss.

²⁵ E. Manzo, "Crónica de un crecimiento no anunciado", *Bol. UOM*, Nov 1994, pp. 49-60.

La gráfica 17 muestra de manera harto elocuente las afirmaciones, que en este trabajo se han venido haciendo en torno al carácter y modo de existencia del capitalismo mexicano:



Fuente: A partir del Anexo al VI informe de gobierno y Banamex.

Se puede observar que el estado o los estados de animación del capitalismo mexicano, más aun en el auge, se encuentran estrechamente vinculados al desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esto es así porque las importaciones, principalmente de bienes de producción, se incrementan considerablemente en la bonanza para sostener el crecimiento. La misma bonanza origina por una parte el ingreso de la inversión extranjera y como contrapartida el egreso de utilidades e intereses. Este desequilibrio se compensará principalmente con el crecimiento de la deuda.

La interacción de todos los factores anteriores configuran un marco de presión sobre el peso y lo empujan a la devaluación real (sobreevaluación), situación que es aprovechada por los especuladores para fugar sus capitales (ver errores y omisiones, gráfica 10), momento en que se presenta la devaluación formal y la crisis por la ausencia de circulante como el primer síntoma de la crisis generalizada.

LA DEVALUACIÓN DE DICIEMBRE DE 1994

Como fue señalado en las conclusiones de un trabajo precedente,²⁶ después de las devaluaciones de 1976, 1982, 1986 y 1994, en las que se han conjugado el déficit crónico de la balanza de pagos, el cual se acumula y que más tarde o más temprano se transforma en deuda, con una serie de reiterados saqueos de las reservas del BdeM, factores todos que se traducen en el incremento despiadado de la explotación de los trabajadores mexicanos, pareciera conveniente la reflexión sobre las causas profundas –no sólo las aparentes–, que han llevado y mantiene, al proceso económico mexicano entrampado en lo que se dio en llamar “un círculo perverso”

En efecto, para poder crecer, el país se endeuda porque, como se ha mencionado hasta el cansancio, se tiene una baja capacidad de ahorro lo que hace necesario recurrir a los créditos externos por una parte y por la otra, a llamar a la Inversión Extranjera Directa (IED) para suplir la carencia de ahorro (y los desequilibrios en la balanza de cuenta corriente). Luego el valor agregado por los trabajadores mexicanos emigrará como pago de los intereses y como pago de las ganancias remitidas, drenando lo que en términos teóricos llamó P. Baran la “acumulación potencial”,²⁷ es decir el

²⁶ Aréchiga, 1976, *op. cit.* (conclusiones).

²⁷ Cfr. P. Sweesy & P. Baran, *El Capital monopolista*, Siglo XXI.

“ahorro” que potencialmente serviría para aumentar los acervos de capital del país.

Paradójicamente, México se muestra como exportador neto de capital y lo que pudiera ser el “ahorro nacional” refluje hacia los centros financieros del mundo capitalista, mientras el capital adicional, necesario para la reproducción, debe venir como “ahorro externo”. De tal suerte que si se quiere mantener, así sea nada más el propio crecimiento “natural” del proceso económico, su reproducción a tono con el crecimiento de la población, se está ya, de antemano, proponiendo una reiteración del proceso de endeudamiento.²⁸

En la crisis reciente se ha dicho con insistencia, que ésta ha sido diferente de las anteriores. Dicha diferencia estriba en que ahora, se reitera, ha sido la iniciativa privada la que ha contraído las deudas y no el Estado, como tradicionalmente acontecía.

Se puede demostrar fácilmente que esto es una verdad a medias, porque ya en las crisis anteriores, gobierno y capitalistas se endeudaron al alimón.²⁹

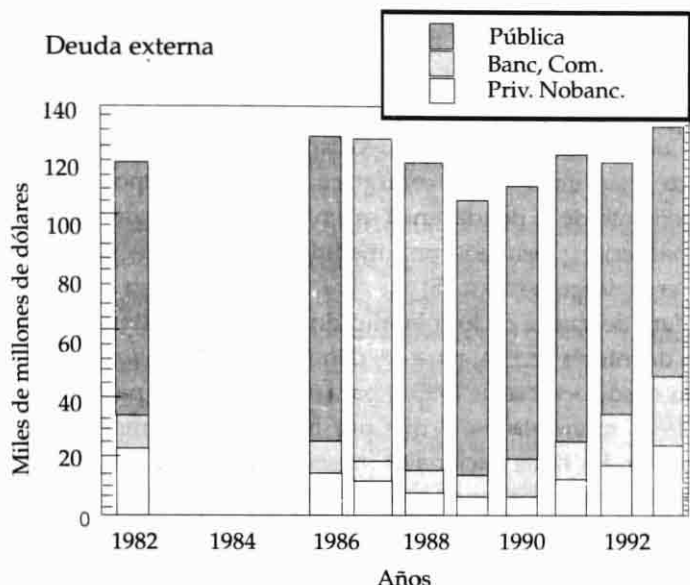
Ahora bien, es cierto que esta última crisis muestra diferencias con las anteriores. La primera, y la más importante, se encuentra en el factor que justamente desató la fase final de la crisis: El drenaje de dólares que devalúa, que provoca la salida de dólares que en círculo vicioso terminan por la debacle cambiaria, la especulación galopante, la fuga de capitales y las arcas vacías: *la inversión extranjera en cartera*.

Durante el último período ingresó al país capital inestable, viajero, que sólo llega bajo el influjo de las altas tasas de interés y

²⁸ La posición de México como exportador neto de capitales ya fue propuesta por Castañeda en López Díaz et al, op. cit., pp. 688 y ss.

²⁹ Para 1994 la deuda externa llegó a 135,466, de los cuales 85,436 son de deuda pública externa.

Gráfica 18



Fuente: "Examen..." núm. 828, nov. 1994 p. 545.

que inició su retorno en el momento en que, en los EUA, las tasa de interés se elevaron.³⁰

Prácticamente a partir de 1990, hace su aparición en la escena financiera la inversión extranjera "de cartera", en tres rubros principales: el mercado accionario, los valores en moneda nacional y los valores en moneda extranjera, que durante 1993 alcanzaron en su conjunto una suma en el orden de los 28,500 millones de dólares.³¹ Esta inversión extranjera en cartera, "*capital volátil*," (valores, bonos, certificados, etc., es decir papel convertible) se utilizó como

³⁰ Banamex, "Tasas en EUA: efectos en México", op. cit., julio de 1994, pp. 354 y ss.

³¹ Anexo del VI Informe de Gobierno 1994, p. 138.

instrumento para equilibrar la cuenta corriente, apostando a que las altas tasas seguirían siendo atractivas y que por ello la permanencia del capital sería más estable. O que por lo menos en el balance, de entradas y salidas, se mantendría siempre un saldo positivo y de magnitud aceptable.

Con esta medida se sustituyó la contratación de deuda a largo plazo –por otro lado, la contratación “abierta” y por lo tanto el incremento de la deuda, en el sexenio de su “renegociación” y de su reducción, resultaba una medida poco “feliz”– y se decidió correr el riesgo (gráfica 15).

Para desgracia de los planificadores y los analistas oficiales, la tasa de interés en EUA, para los depósitos a largo plazo, empezó a subir desde octubre de 1993, y para el corto plazo a partir de enero de 1994, momento en el que por una “entrada importante” de capitales, las tasas nacionales presentan una tendencia a la baja. Estos movimientos tendieron a reducir la brecha entre una y otra tasas, hasta alcanzar niveles en los que el diferencial ofrecido por las tasas mexicanas ya no compensaba ni “el deslizamiento” ni el riesgo. En tales circunstancias, el capital inició su retorno al sitio de donde salió.³²

Por ello, a diferencia de las devaluaciones anteriores, en las que prácticamente la crisis era desatada por la fuga de capitales en el movimiento especulativo, ahora, además de lo anterior se conjugó el reflujo violento del IEC, que había venido siendo el factor de equilibrio en la cuenta corriente para neutralizar, transitoriamente, el déficit.

Produciendo, por lo mismo, un colapso mayor que los anteriores. El que la crisis de diciembre de 1994 haya sido más profunda que las anteriores se explica por varias razones, entre la que se pueden citar las siguientes:

³² Banamex, op. cit., p. 354 y ss., julio; p. 368, agosto y p. 618, dic. de 1994. La elevación de las tasas de inflación en EUA se dio, como una medida para prevenir la posible inflación ante tasas elevadas de incremento del PIB.

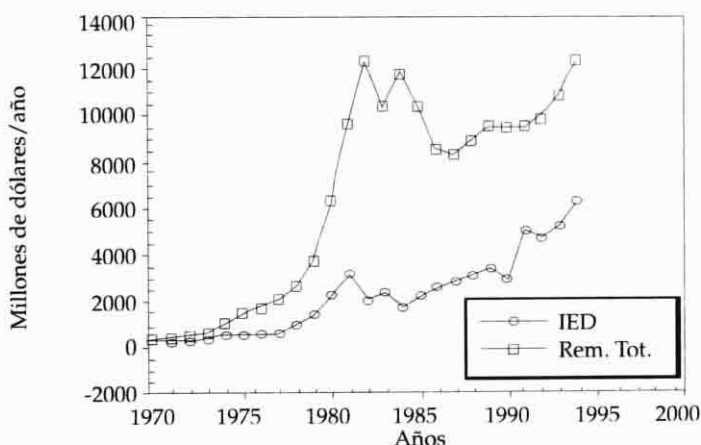
La primera de ellas se encuentra en la profundización de las distorsiones que acompañan al capitalismo mexicano, por lo menos desde los últimos cincuenta años.

Primero: el peso de la deuda como su carga de servicios e intereses han aumentado considerablemente, lo que significa una presión mayor a la baja en cuanto a la paridad.

Segundo: El crecimiento de la economía depende cada vez más de las importaciones de bienes de capital, cuyo volumen incrementado profundiza los desequilibrios de la balanza comercial.

Tercero: El desequilibrio de la balanza en cuenta corriente se acentúa porque las remesas relacionadas con el capital, las utilidades y los intereses, han aumentado considerablemente.

Gráfica 19
Inv. Extr. Directa y
Remesas totales (i+g)



Fuente: Las remesas totales se estimaron como la suma de las utilidades remitidas más los intereses de la deuda externa.

Elaborada con datos de los informes presidenciales.

Cuarto: en los términos del punto anterior, la IED es insuficiente para suplir las necesidades de "ahorro interno", y con la carga de la deuda ya pesada en extremo, se privilegió la contratación subrepticia de deuda a corto plazo, bajo la forma de "inversión en cartera", cuya inestabilidad se tradujo en un egreso violento y puntual al que se sumó la fuga de capitales, causa y consecuencia de la devaluación..

Otra de las causas de la severidad de la crisis se encuentra en adición de los efectos que la ausencia del dinero provocó en la órbita de la circulación, tanto en sus funciones de medio de circulación como de medio de pago

La euforia surgida del auge y la perspectiva de pingües ganancias, ante la "bonanza" de 1994, aun bajo los augurios de la recesión del 93, produjo como resultado una esfera crediticia expandida al máximo.

Por primera vez, la banca, que hasta entonces había permanecido incólume ante las crisis anteriores, acusaría los efectos de la catástrofe.

La ausencia del dinero, *en este caso no solamente como medio de circulación sino también como medio de pago*, y específicamente de pago de capital dinero concedido en préstamo, dejó una gran cadena de deudas e intereses sin resolver, que vinieron a abultar la cartera vencida de los bancos y a colocarlos en una situación crítica.

El gobierno, siempre responsable, acudió en su auxilio y en una coyuntura en la que las grandes masas pierden, la banca fue rescatada del naufragio.

La crisis como mecanismo de redistribución: financiamiento de la acumulación, a partir del despojo de los asalariados y los pequeños productores.

Como ya se mencionó más arriba tanto R. Luxemburgo³³ como E. Hilferding R.³⁴ muestran desde los inicios del siglo, cómo el

³³ Op. cit., ver nota 2.

³⁴ R. Hilferding, *El Capital Financiero*. Tecnos, Madrid, 1963, pp. 287-97.

desarrollo del capitalismo se da, no de manera continua, sino a través de saltos bruscos, periódicos en un proceso que recuerda las metamorfosis de ciertos insectos en los que cada cambio constituye un verdadero parto, con sus acompañantes de sangre dolor y alaridos.

En efecto, las crisis son y han sido los momentos de parto. El punto en el cual el capital sufre una nueva metamorfosis:

De manera particular, el crecimiento de la inversión en capital constante, por unidad de mercancía producida, influye, acelerando, tendencia decreciente de la cuota de ganancia hasta el punto en el que las nuevas tecnologías irrumpen, haciendo más productiva la inversión y obsolesciendo necesariamente, las viejas tecnologías.

De tal suerte que en el nuevo ciclo, la sociedad capitalista se encuentra con inversiones de mayor eficiencia, la cuota de ganancia se recupera al disminuir la composición orgánica y al aumentar la productividad, los negocios florecen, el crédito se reactiva y todo marcha por el mejor de los caminos posibles hacia el auge y así hasta la nueva crisis...

En resumen, lo que sucede en las crisis como metamorfosis es simplemente que el sistema capitalista se purga de los capitales menos eficientes, que han perdido competitividad, que se han tornado obsoletos para las nuevas condiciones de producción, condiciones que proponen cambios en un doble sentido: por un lado, se trata de abatir los costos del capital constante para provocar la recuperación de la cuota de ganancia y por la otra, aumentar la productividad de la fuerza humana de trabajo.

Como puede verse, éste es un mecanismo "natural" en el sentido darwiniano: la supervivencia del más fuerte para garantizar la perpetuación de la especie.

También se trata de una demostración de "racionalidad brutal, salvaje", racionalidad que impulsa al sistema a desembarazarse automáticamente de todo el bagaje sobrante, no indispensable, y desde luego estorbo para el libre desarrollo del capital, sin importar que con tal racionalidad se desperdicie el trabajo contenido

en los medios de producción que al obsolecer se vuelven, por ese simple hecho, incapaces de producir, aunque sigan manteniendo toda su potencialidad productiva en términos concretos, el hecho de no ser competitivos los condena a la herrumbe, al deterioro por las acciones del tiempo y la intemperie...

Pero más importante que la maquinaria y el equipo, que es enviado a la basura, se está enviando también a que se pudran moral y materialmente todos los obreros, y sus familias, que quedan sin los recursos del salario: la lumpenización, el deterioro de las condiciones de vida, la degradación moral, son también el resultado de la "racionalidad brutal" del sistema.

Un aspecto importante, que se hace necesario destacar, de este sistema de autodesarrollo y de soporte al crecimiento del CAPITAL, radica precisamente en que, tanto la operación de *los mecanismos darwinianos como la racionalidad "naturales" del sistema, mantienen un carácter absolutamente inhumano*. Son éstas las manifestaciones inhumanas más violentas en el seno de la propia sociedad humana, la cual en un sentido estricto se diferencia e identifica con la naturaleza a partir de su propia "racionalidad". Racionalidad humana, "no natural" sino producto de la propia humanización, tanto del hombre como de la naturaleza misma, que inicialmente le permitió a la sociedad hacer de la naturaleza como cosa en sí, una naturaleza para sí, para el hombre.³⁵

Desde este punto de vista la acción humana se ha desarrollado en contraposición con las propuestas de equilibrio que la naturaleza impone, para transformar, precisamente, a esta naturaleza "salvaje" y silvestre, en una naturaleza hospitalaria, más humana, justamente a través de impedir o corregir e inducir la acción de las leyes naturales. De aquí que las condiciones resultantes de las crisis se muestren como propuestas aberrantes en un mundo que, desde

³⁵ A reserva de tratarlo en otra parte, la preocupación ecológica hoy en goba no ha puesto el énfasis en los aspectos socioeconómicos y socioculturales estructurales

el principio se ha propuesto crear mejores ámbitos para el desarrollo, en el reconocimiento implícito, de que esto solamente es posible en un contexto social, es decir en el reconocimiento de la interdependencia de los seres humanos, en el reconocimiento de la otredad como identidad y diferencia, como complementariedad.

Es evidente que el contenido de estas cuestiones implícitas debieran de ser explicitadas y puestas en la mesa de discusión, no solamente de este país, sino del mundo entero. Porque si bien hoy lo que parece estar en juego son las posibilidades de reproducción del capital, en su modalidad "nacional," en el futuro inmediato se estará discutiendo las condiciones de reproducción del capital en su conjunto. Sobre todo si se recuerdan dos cosas: primero, que la concentración y centralización del capital se producen a partir de la expropiación de los pequeños capitales por los grandes. Para crecer, los grandes se nutren de los pequeños...

Y en segundo lugar, en un sistema que se basa en la explotación se hace necesario contar con el consenso, la aquiescencia de los explotados, para que el sistema pueda prevalecer. Y es aquí donde al margen de cuestiones sobre la misión histórica, existe un mínimo de autoconciencia de los derechos, los humanos, los planteados en la revolución francesa. La persistencia de un estado de cosas que pone muy, pero muy por los suelos la libertad, la igualdad y la fraternidad, independientemente de los agitadores, induce a la búsqueda de la mejoría y a la defensa de los derechos por medio de la violencia.

Algo, que según los signos de los tiempos, suele suceder de tarde en tarde y que los mecanismos de dominación, al alentar y propiciar la enajenación, la cosificación del individuo por la vía del

que se encuentran en la explicación del deterioro ambiental como consecuencia de la producción de ganancia, en la que la humanidad capitalista se encuentra enfrascada. Recuérdese simplemente la conducta de EUA, en la junta de Río.

consumo, no logran sofocar. La ideología del despojado supera a la ideología fincada en la esperanza de poseer.³⁶

Por lo tanto, la aplicación a rajatabla de criterios "librecambistas" en el proceso económico actual, que ha provocado la redistribución brutal y violenta del producto social, con el grado de información y de educación informal que existe en las grandes masas, es casi seguro que inducirá al sistema a caer en otra crisis, en la que las condiciones económicas se verán fuertemente alteradas por las circunstancias políticas, que como en cualquier otra crisis, propondrá dificultades al capital para su reproducción.³⁷

En efecto, las crisis del capitalismo son un punto del proceso económico en el que se impone una nueva forma de distribución, en términos cuantitativos, de lo producido socialmente.

En el caso que nos ocupa la situación se muestra con una claridad meridiana simplemente en la observación de un hecho por demás conocido:

Luego de la devaluación todas las mercancías modifican sus precios para ponerse al parejo con la nueva paridad peso-dólar. Todas menos una: la fuerza humana de trabajo. De manera puntual y muy importante se produce de inmediato un despojo: parte del salario real, que como pago de la fuerza humana de trabajo recibían los asalariados, pasa de golpe y porrazo al bolsillo de los poseedores de las demás mercancías.

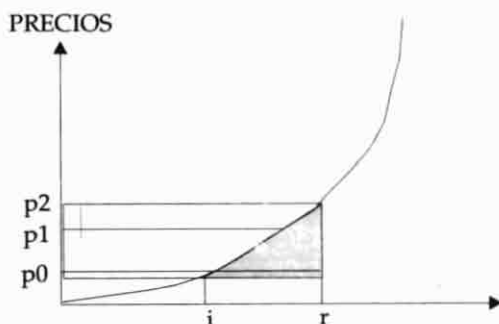
Pero esto no queda solamente ahí. La *política económica de recuperación* se sustenta en el despojo, la expropiación continuada de una parte importante de la masa salarial, a través de mecanismos extraeconómicos que establecen un precio constante para la fuerza

³⁶ *Esperanza que, por otra parte, se muestra ya completamente negada para el 50% de los habitantes del país.*

³⁷ *Aquí vale la pena recordar una frase que ilustra las circunstancias actuales, y es aquélla en la que Marx dice... que la economía política en Smith y Ricardo era una ciencia y hoy EJERCICIO DE ESPADACHINES A SUELDO..*

humana de trabajo en tanto que los precios de las otras mercancías continúan su ascenso, disminuyendo aun más el ingreso real de los asalariados y trasladando otra fracción adicional del producto social, del estómago de los trabajadores al bolsillo de los capitalistas.

Por si lo anterior no resultara suficiente, es decir, por si fuera poco, las revisiones salariales que se producen prácticamente de año en año, se llevan a cabo en el marco de un "tope salarial", en el que de nueva cuenta se fija, de manera extraeconómica, un posible incremento de los salarios por debajo del aumento general de los precios, de tal suerte que la redistribución desfavorable se acentúa para los poseedores de esta mercancía singular, la fuerza de trabajo.³⁸



en donde: $p_0 - p_2 = \Delta p$ incremento de los precios entre revisiones salariales.

i = fijación inicial del salario.

r = revisión salarial.

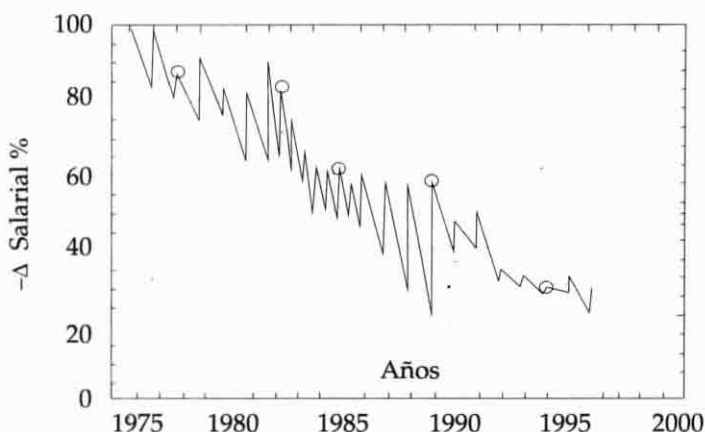
$p_2 - p_1$ = pérdida por el tope salarial.

El área sombreada bajo la curva, es la pérdida en la participación en la distribución del producto social, que sufren los asalariados

³⁸ Este fenómeno ha sido ampliamente estudiado. Investigadores como J. Bolvitnik, E. Manzo, y otros, han mostrado las consecuencias de la política económica en la redistribución del producto.

debido a que el salario se mantiene constante entre revisión y revisión, mientras los precios de todas las otras mercancías se mantienen en ascenso continuo y su porcentaje de pérdida real es equivalente a la mitad del incremento de los índices de precios correspondientes.³⁹

Gráfica 20
Deterioro del salario real



Fuente: Elaborada con datos sobre salarios e INPC de informes presidenciales.

³⁹ El área bajo la curva es el área de un triángulo que tiene por base el tiempo que transcurre entre revisiones salariales y por altura la diferencia entre los índices de precios. J. Goicochea, muestra una reducción del salario mínimo hasta el 40% entre 1980 y 1993. "Empleo y Salarios". El Cotidiano núm. 72, octubre de 1995, p. 55 y ss.

En una elaboración de CILAS, A.C. con datos del INEGI, y BANXICO, se muestra que entre el 1o de enero 1981 y el 31 de diciembre de 1995, el salario real perdió 53.57% de su capacidad adquisitiva, para reducirse hasta el 46.43% en el periodo señalado. La Jornada Laboral, 23 de febrero de 1996, p. 4.

Por los mecanismos de exacción anteriores: devaluación, inflación y topes salariales, los trabajadores y los pequeños productores se han encargado de acrecentar la fortuna de los grandes capitales, tanto locales como extranjeros. La transferencia de la parte baja a la cúspide de la pirámide social, se puede estimar de un hecho simple: en 1976 la participación de los asalariados (incluidos los patrones y sus administradores) en el PIB era del orden del 46%, mientras que en 1994 esta participación se redujo al 22%, en tanto que el excedente de explotación pasó a ser el 56% del PIB.⁴⁰

Como se puede observar en la gráfica 20, la masa salarial que se le ha escamoteado a los trabajadores en los últimos 20 años y que ha llevado al salario mínimo a oscilar en torno al 30% del salario de 1976, aunque ha servido para acrecentar las masas de capital, con la *"sana intención de hacer más apetecible su inversión"*, no ha sido capaz de retenerlo.

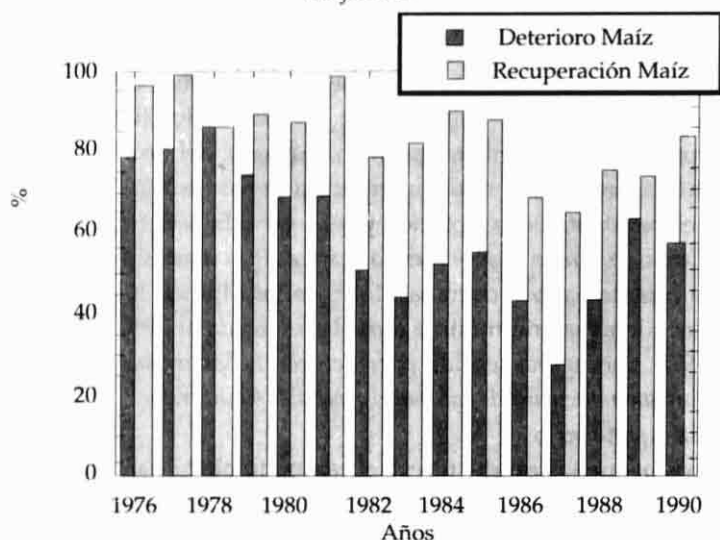
Los pequeños productores del campo también han pagado su cuota al gran capital, si bien en menor proporción que la impuesta a los trabajadores, como se puede apreciar (gráfica 21) por la reducción de su participación hasta un 80% por el deterioro de los precios de garantía

Está claro que la política de contención salarial, como mecanismo de transferencia para soportar el crecimiento capitalista del país, tiene como fundamento una cuestión que habrá que poner en

⁴⁰ Al respecto Bolvinnik, "Hood Robin", La Jornada, 16 de marzo de 1996, p. 47. y "La pobreza en México", Salud Pública, Julio-agosto de 1995, de un examen de la encuesta nacional de ingreso y gasto de los hogares (ENIGH) muestra como se ha ido incrementado el ingreso de los deciles superiores y reduciendo el de los inferiores entre 1984 y 1994.

E. Manmzo, señala que el PIB apenas aumentó 12.04% entre 1981 y 1995, mientras que el excedente de explotación tuvo un incremento de 32,4% a costa de la reducción en la remuneración de los asalariados. La Jornada Laboral, 29 de febrero de 1996, p. 9.

Gráfica 21
Maíz, precio de garantía
e inflación



entredicho, a saber: *que el capital genera trabajo* en una relación mecánica de causa-efecto. Es decir, que si se provoca la acumulación de capital, automáticamente se genera trabajo, bienestar, se frena la inflación etc., etc., todo el conjunto de doctrinas y el catecismo correspondiente de los librecambistas con su visión dieciochesca y precientífica de la realidad económica.

En México por lo menos ha sucedido exactamente lo contrario. La acumulación de capital, durante los últimos 20 años, basada no sólo en la explotación –en término de intercambio de equivalentes– sino también en el despojo de las masas asalariadas por los mecanismos extraeconómicos señalados, ha sido no solamente incapaz de generar los puestos de trabajo que reclaman año con año los

jóvenes mexicanos que alcanzan la edad de trabajar, sino que tampoco ha podido crear los excedentes de capital necesarios para su propio crecimiento, razón por la cual a medida que el capitalismo mexicano crece, crece al mismo tiempo su dependencia de los sistemas financieros internacionales, con las consiguientes pérdidas de autarquía y de soberanía.

CONCLUSIONES

I. LA CRISIS Y LA ENAJENACIÓN

Un aspecto importante de la crisis y de sus manifestaciones peculiares en la economía mexicana, es su configuración oficial:

En ciertos momentos se pretende hacer creer a la sociedad que se trata simplemente de errores cometidos por tontos e ignorantes de cualquier bando. Es decir: *las crisis se deben a errores subjetivos*.

En otros, la crisis se presenta como un hecho ineluctable, como un meteoro que azota pasajeramente a la sociedad.

Ambas posturas, si se considera que quienes las presentan actúan de buena fe, son producto de la enajenación, de una visión invertida y distorsionada de la realidad.⁴¹

⁴¹ *En el caso de algunos graduados de Harvard. La educación que se imparte como paradigma de obediencia, en un sistema en que por boca del maestro brota la verdad y que obliga al alumno a responder en el examen, exactamente lo dicho por el "maestro". Examen sin el cual, no se acredita y la no acreditación equivale a perder el tiempo insumido en el proceso de aprendizaje y en donde por ende, el alumno aprende fundamentalmente a obedecer... muestra que ciertos posgraduados en el extranjero, particularmente en las ciencias económicas o bien son espadachines a sueldo (aunque nunca hayan cobrado, porque no se han enterado que las otras cobran), o bien sólo aprendieron a obedecer la voz del amo...*

Dado lo anterior, se hace necesario reiterar que *las crisis constituyen una fase del ciclo que periódicamente discurre el capital en su proceso de reproducción*. Las crisis son una etapa de metamorfosis, un punto de inflexión, que se traduce, principalmente, en cambios en la distribución del producto social, tanto entre productores y dueños, como entre los mismos capitales, como resultado de la operación de leyes “naturales” de tipo darwiniano (la supervivencia del más fuerte).

La política económica, si bien no es capaz de prever ni mucho menos de evitar las crisis, si puede paliar sus efectos o bien agudizarlos. Las medidas aplicadas por los sucesivos gobiernos después de 1976, pactos, topes salariales, etc., han tendido a profundizar las consecuencias redistributivas de la crisis en favor del gran capital a costa del ingreso de las grandes masas (asalariados, campesinos y pequeños capitalistas)

II. CRISIS Y CRECIMIENTO CAPITALISTA

Está claro, hasta donde es posible observar la historia y de estas observaciones deducir una posible línea de desarrollo futuro, que el capitalismo mexicano ha caído en un estancamiento profundo del que solamente puede salir en términos transitorios para recaer, posiblemente de manera más profunda aún, en una nueva crisis. Así las crisis sucesivas y recurrentes se transforman en el “modus vivendi”, toda vez que tal como se configuran estas crisis, se han convertido en mecanismos de transferencia que modifican la distribución del producto social a favor de las formas más adelantadas del capital, tanto local como extranjero, en una demostración más, tanto de que el capital no tiene patria, como de que para el capital no existen fronteras.

La patria se ha transformado en un concepto ideológico que se manipula para minimizar las protestas de los explotados e indu-

cirlos a que acepten voluntariamente su sacrificio, en aras de "la salvación de la patria".

III. EL ENTORNO Y LOS FACTORES DE LAS CRISIS

Es evidente que las crisis continuarán presentándose de manera recurrente, ya que los "factores" de la crisis se encuentran siempre presentes en el proceso económico local. En primer lugar, la aceleración de las compras al exterior al menor indicio de reanimación de la economía. El "ahorro externo" que "suple" las carencias del ahorro interno, muestra un balance negativo, ya que sus flujos son menores que sus reflujos. Adicionalmente, estos reflujos se verán acelerados en el futuro por las reinversiones de utilidades. Esta aceleración de los egresos tenderá a acentuar el desequilibrio de la cuenta corriente, generando presiones a la baja sobre el peso.

Por su parte, la deuda con intereses anuales que oscilan entre los 10 y los 12,000 millones de dólares, difícilmente puede ser una fuente para suplir el ahorro. El nivel de los intereses plantea ya un crecimiento de la deuda para el simple pago de estos, por lo mismo, más presiones a la baja.

Recibir inversión extranjera en cartera, es decir, capital volátil, deuda a tres meses, ya demostró su fragilidad y si bien los altos intereses pueden atraer al capital momentáneamente, nada asegura su permanencia y si el drenaje de sumas elevadas de utilidades (intereses).

Finalmente, la inflación continúa estando presente. Los efectos de la inflación diferencial, en el comercio mayoritario con los EUA, se traducen ya, en una enorme presión a la baja y en un aliento a la especulación, es decir, retirar el capital dinero de la circulación de mercancías para convertirlo en dólares y por lo tanto dejando mercancías sin realizar.

La alternativa es: continuar en el estancamiento en la medida en que el deslizamiento de la paridad se acelera o bien, esperar la devaluación violenta y en este sentido la interrupción brusca, aunque transitoria, del proceso de reproducción del capital.

IV. LA ACUMULACIÓN DE CAPITAL

El dicho ahorro interno, o llamando a las cosas por su nombre, la acumulación de capital, se mira como un proceso tortuoso, basado principalmente en las transferencias mencionadas con anterioridad y que se han traducido, hasta ahora, en una reducción más o menos drástica del mercado interno.

Aquí vale la pena recordar a Marini RM, en la vieja discusión de las teorías de la dependencia en torno a las economías de enclave y la "circulación externa del capital" para la realización de la plusvalía.

Por otra parte, la cristalización del capital dinero, producto de la realización del valor del capital-mercancías y por lo tanto de la plusvalía, también es un proceso que se realiza en gran medida en el exterior, ante la incapacidad de la producción local para suministrar los bienes de capital que la reproducción requiere, de acuerdo con los niveles de modernidad que proponen las exigencias del mercado. Situación ésta que afecta de inmediato la balanza comercial y desde luego la cuenta corriente en cuanto se reanima el proceso económico.

La acumulación crónica de los déficits producirá también presiones acumulativas, con las distorsiones consecuentes entre la paridad real y la oficial, que dará aliento a la especulación, a la fuga de capitales, a la devaluación y con ello a la interrupción brusca y transitoria del proceso de reproducción del capital.

Y así sucesivamente.....

Un esquema para analizar la bolsa de valores de México

*Jesús Zurita González**

SE PROPONE un modelo para analizar la evolución del mercado de valores de México. Se utiliza un modelo de Grossman y Shiller, haciendo explícitas las derivaciones que permiten arribar a la ecuación del precio de una acción. Se encuentran que ante dividendos estables los precios de las acciones, según el modelo, deberían elevarse sustancialmente cuando el consumo futuro es elevado relativo al consumo presente, por ejemplo, en épocas de recesión económica. Se indican las limitaciones del análisis y la necesidad de explorar factores de descuento que varíen a través del tiempo, así como coeficientes de aversión al riesgo que reflejan el grado de aversión al riesgo de los participantes en el mercado de valores mexicano. Se indica la necesidad de incorporar aspectos psicológicos y sociológicos al análisis, que se reflejan en expectativas auto-realizables, así como de contrastar el modelo con la evidencia empírica del mercado de valores mexicanos.

INTRODUCCIÓN

El análisis de la evolución del mercado de valores representa un reto para los economistas. Las variaciones tan bruscas que registran

**Profesor-investigador del Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.*

los índices de precios de las bolsas de valores en prácticamente todos los países, pero especialmente en los llamados mercados “emergentes”, resultan muy difíciles de explicar utilizando solamente la teoría económica.

Ante esto, existen básicamente dos posturas: algunos economistas señalan que la teoría económica es completamente irrelevante para poder entender el comportamiento del mercado de valores que, según ellos, se mueve sólo por la especulación desatada por motivos sicológicos o sociológicos de los participantes en ese mercado.¹ Al mismo tiempo, otros economistas subrayan que la evolución del mercado de valores puede explicarse, como la de cualquier otro mercado, a partir del criterio de eficiencia.

En mi opinión, la “verdad” respecto al comportamiento del mercado de valores se encuentra en algún punto intermedio de estas dos posiciones, pero el presente artículo se basa en un modelo de Grossman y Shiller, que adopta el enfoque analítico de la teoría económica para analizar el mercado de valores. A diferencia de Grossman y Shiller, en el presente trabajo se hacen explícitas las derivaciones que permiten llegar a la fórmula del precio de una acción, así como a la fórmula de Hall referente a la caminata aleatoria que registran, bajo ciertas condiciones, los precios de las acciones.

En este trabajo se explora, entonces, la posibilidad de iniciar una agenda de investigación del mercado de valores mexicano con fundamentos analíticos, para de ahí ir adaptando el modelo y tratar de incorporar aspectos psicológicos y sociológicos que mejoren su capacidad explicativa y predictiva.

¹ Incluso el gran economista John Maynard Keynes, equiparaba invertir en la bolsa con participar como jurado en un concurso de belleza. Si los demás participantes tienen el mismo concepto de belleza que uno (es decir, si escogen la misma acción en la bolsa que nosotros), entonces gana la concursante que escogimos (sube el precio de la acción que compramos).

EL MODELO

Consideremos un agente representativo en una economía dinámica de un solo bien en cada período, donde no hay producción ni dinero. El agente maximiza el valor presente esperado de la suma de todas las funciones de utilidad actual y futuras, descontadas a la tasa r , donde el factor de descuento es $\beta = 1/(1+r)$ y r es la tasa subjetiva de preferencia intertemporal entre utilidades presentes y futuras.

Sin pérdida de generalidad, podemos suponer que existe un solo tipo de acciones.² Así, la acumulación de este activo por nuestro agente representativo debe obedecer a:

$$(p_{t+1} + d_{t+1}) S_{t+1} = R_t [(p_t + d_t) S_t + y_t - C_t]$$

donde p_t representa el precio del activo, d_t los dividendos generados por dicho activo de $t-1$ a t y S_t es la cantidad de acciones que el agente posee en t . R_t es la tasa de rendimiento esperada del activo en t . Es decir,

$$R_t = (p_{t+1} + d_{t+1}) / p_t$$

y_t es el ingreso y c_t el consumo en t . Todo está evaluado en términos del único bien de consumo.

DESARROLLO DEL MODELO

El problema del agente es

$$\text{Max } E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c_t), 0 < \beta < 1$$

² En la bibliografía hay un análisis similar al que a continuación se presenta.

sujeto a

$$(p_{t+1} + d_{t+1}) S_{t+1} = R_t [(p_t + d_t) S_t + y_t - C_t]$$

La función Lagrangiana en t es

$$\begin{aligned} L = & U(c_0) + \beta U(c_1) + \dots + \beta^t U(c_t) + \dots \\ & + \lambda_t [(p_t + d_t) S_t + y_t - c_t] R_t - (p_{t+1} + d_{t+1}) S_{t+1}] + \\ & + \lambda_{t+1} [(p_{t+1} + d_{t+1}) S_{t+1} + y_{t+1} - c_{t+1}] R_{t+1} - (p_{t+2} + d_{t+2}) S_{t+2}] + \dots \end{aligned}$$

El agente escoge s_{t+1} y c_t ; asumiendo una solución interior tenemos:

$$\beta^t U'(c_t) = \lambda_t R_t \quad \text{ó} \quad \beta^j E_t U'(c_{t+j}) = \lambda_t R_{t+j} \quad \forall j \leq 0 \quad (1)$$

$$\lambda_t (p_{t+1} + d_{t+1}) = \lambda_{t+1} R_{t+1} (p_{t+1} + d_{t+1}) \quad (2)$$

De (2),

$$\lambda_{t+1}/\lambda_t = 1/R_{t+1}$$

De (1) y (2),

$$\beta E_t U'(c_{t+1}) R_t / U'(c_t) R_{t+1} = 1/R_{t+1}$$

Entonces,

$$1 = U'(c_t) / E_t [\beta R_t U'(c_{t+1})] \quad (3)$$

$$E_t [\beta R_t U'(c_{t+1}) / U'(c_t)] = 1 \quad (3')$$

La ecuación (3') indica que el producto esperado del retorno incierto del activo y de la tasa marginal de sustitución (incierto) es uno. Si se tienen dos activos y recordando que

$$\text{Cov}(x,y) = E[(x - E_x)(y - E_y)] = E(xy) - E_x E_y$$

eso significa que, definiendo $M_t = E_t U'(c_{t+1})/U'(c_t)$, tenemos

$$E_t(R_{it} M_t) = 1$$

$$= \text{Cov}(R_{it}, M_t) + E_t(R_{it}) E_t(M_t) \quad i = 1, 2$$

así,

$$E_t(R_{it}) = E_t(M_t)^{-1} (1 - \text{Cov}(R_{it}, M_t)) \quad (4)$$

Así que el rendimiento esperado de diferentes activos no tiene que ser igual,³ a menos que $\text{Cov}(R_{1t}, M_t) = \text{Cov}(R_{2t}, M_t)$, lo que sería una coincidencia. Lo que (3') dice, es que la expectativa ponderada de retornos, con ponderaciones correspondientes a las tasas marginales de sustitución (TMS), es la misma para todos los activos. Los retornos que se dan en todos los períodos de TMS bajas (i.e. cuando el consumo es alto) tienen una ponderación baja $-M_t$ es pequeña; los retornos obtenidos en períodos de TMS altas (cuando el consumo es bajo) tienen una elevada ponderación $-M_t$ es alta.

Nótese que de (4) tenemos que el rendimiento esperado de un activo depende de la covarianza entre el rendimiento del activo y la TMS.

³ Como lo señalan Grossman y Shiller, en el número 6 de la bibliografía, esto significa que, en términos estocásticos, siempre hay oportunidades de beneficio al escoger una acción sobre otra. Bajo certidumbre esto obviamente no ocurre, ya que los rendimientos de los activos se igualarán a través de arbitraje.

DIGRESIÓN

Haciendo una pequeña digresión, conviene señalar que para obtener la teoría de la caminata aleatoria de los precios de las acciones,⁴ tenemos que suponer que $\text{Cov}(R_{it}, M_t) = 0$, y que $E_t U'(c_{t+1})/U'(c_t)$ es una constante.

Una condición suficiente para esto es, que U' sea lineal en c_t , lo que implica que $E_t U'(c_{t+1})/U'(c_t) = 1$ y $\text{Cov}(R_{it}, M_t) = 0$.

Así, (quitando el índice i) $E_t(\beta R_t) = 1$, pero debido a que $R_t = (p_{t+1} + d_{t+1})/p_t$, entonces,

$$E_t(p_{t+1} + d_{t+1}) = \beta^{-1} p_t \quad (5)$$

que es la teoría de la caminata aleatoria de los precios de los activos, que indica que el precio esperado de una acción, depende sólo de su precio en el período actual más un componente aleatorio.

Esta ecuación de diferencias tiene como solución general

$$p_t = \sum_{j=1}^{\infty} \beta^j E_t d_{t+j} + \gamma_{t(1/\beta)^t} \quad (6)$$

donde γ_t es un proceso aleatorio que satisface $E_t \gamma_{t+1} = \gamma_t$. Si suponemos que $\gamma_t = 0$, obtenemos la fórmula que comúnmente se usa para ligar el precio de los activos a sus dividendos esperados.

Sin embargo, para la bolsa mexicana de valores, como para muchas otras, es difícil creer que el crecimiento elevado y sostenido del índice de precios de la bolsa en ciertos períodos, se deba a dividendos actuales y futuros sustanciales, así que el enfoque de la digresión no parece prometedor, al menos para explicar los episodios de fluctuaciones muy bruscas en los precios de las acciones.

⁴ El trabajo donde por primera vez se presentó la ecuación 5 es Hall, 1978.

OBTENCIÓN DE LA SOLUCIÓN CON DIVIDENDOS CRECIENDO A UNA TASA CONSTANTE

Regresando a la ecuación (4) y sustituyendo R_t tenemos:

$$\beta^{-1} U(c_t) = E_t[p_{t+1} + d_{t+1}] U'(c_{t+1})/p_t] \quad (4')$$

$$p_t = \beta E_t[(p_{t+1} + d_{t+1}) U'(c_{t+1})/U'(c_t)] \quad (6)$$

Otro enfoque se puede derivar de la ecuación (6) si suponemos un crecimiento dado para los dividendos, lo cual permite resolver para p_t en términos de consumo presente y futuro. Para ser precisos, asumamos que

$$d_{t+1} = (1 + \delta) d_t$$

Así, $d_t = (1 + \delta)^t d_0$, d_0 dado (para cierto período inicial $t_0 = 0$). Si ponemos, $\theta = 1 + \delta$, entonces, $d_t = \theta^t d_0$.

Supongamos que $U(c_t) = c_t^{1-A}/(1-A)$, donde A es el coeficiente de aversión relativa al riesgo, entonces, $U'(c_t) = c_t^{-A}$

$$\text{Así, } p_t = \beta E_t[p_{t+1} U'(c_{t+1})/U'(c_t) + \beta E_t[d_{t+1} U'(c_{t+1})/U'(c_t)],$$

pero $d_{t+1} = \theta^{t+1} d_0$, así que

$$p_t = \beta E_t[p_{t+1} U'(c_{t+1})/U'(c_t) + \beta \theta^{t+1} d_0 E_t U'(c_{t+1})/U'(c_t)]. \quad (8)$$

Si sustituimos $U'(c_{t+1})$ y $U'(c_t)$, tenemos

$$p_t = \beta E_t[p_{t+1} c_{t+1}^{-A}/c_t^{-A} + \beta \theta^{t+1} d_0 E_t (c_{t+1}^{-A}/c_t^{-A})]$$

ó

$$p_{t+1} = \beta c_{t+1}^A (E_t p_{t+2} c_{t+2}^{-A} + \theta^{t+2} d_0 E_t c_{t+2}^{-A});$$

$$\text{en general, } p_{t+j} = \beta c_{t+j}^A (E_t p_{t+j+1} c_{t+j+1}^{-A} + \theta^{t+j+1} d_0 E_t c_{t+j+1}^{-A}).$$

Esto es,

$$p_t = \beta c_t^A E_t p_{t+1} c_{t+1}^{-A} + \beta \theta^{t+2} c_t^A d_0 E_t c_{t+2}^{-A}.$$

Usando sustituciones,

$$\begin{aligned} p_t &= \beta c_t^A E_t [\beta (E_t p_{t+2} c_{t+2}^{-A} + \theta^{t+2} d_0 E_t c_{t+2}^{-A}) + \beta c_t^A \theta^{t+1} d_0 E_t c_{t+1}^{-A}] \\ &= \beta^2 c_t^A E_t p_{t+2} c_{t+2}^{-A} + \beta \theta^{t+1} c_t^A d_0 (E_t c_{t+1}^{-A} + \beta \theta E_t c_{t+2}^{-A}) \\ &= \beta^2 c_t^A E_t (\beta p_{t+3} c_{t+3}^{-A} + \beta \theta^{t+3} d_0 c_{t+3}^{-A}) + \beta \theta^{t+1} c_t^A d_0 (E_t c_{t+1}^{-A} + \beta \theta E_t c_{t+2}^{-A}) \\ &= \beta^3 c_t^A E_t p_{t+3} c_{t+3}^{-A} + \beta \theta^{t+1} c_t^A d_0 (E_t c_{t+1}^{-A} + \beta \theta E_t c_{t+2}^{-A}) + \beta^2 \theta^2 E_t c_{t+3}^{-A} \end{aligned}$$

Es decir,

$$\begin{aligned} p_t &= \beta^j c_t^A E_t p_{t+j} c_{t+j}^{-A} + c_t^A \beta \theta^{t+1} d_0 E_t (c_{t+1})^{-A} + \beta \theta c_{t+2}^{-A} + \beta^2 \theta^2 c_{t+3}^{-A} + \dots \\ &\dots + (\beta^2 \theta^2 c_{t+3}^{-A} + \dots + (\beta \theta^{j-1} c_{t+j}^{-A})) \end{aligned}$$

cuando $j \rightarrow \infty$, el primer término del lado derecho desaparece, entonces la solución⁵ es

$$p_t = \theta^t d_0 [c_t^A \sum_{k=1}^{\infty} (\beta \theta)^k E_t c_{t+k}^{-A}] \quad (9)$$

donde A es el coeficiente de aversión relativa al riesgo. p_t sigue un crecimiento dado por el cociente de c_t en relación a un promedio "armónico" de c_t^A futuras. Las ponderaciones declinan exponencialmente hacia el futuro.

⁵ La solución general incluiría un término aleatorio adicional en el lado derecho de (9), pero aquí sólo interesa el primer término de la solución general.

INTERPRETACIÓN DE LA SOLUCIÓN CON DIVIDENDOS CRECIENDO A UNA TASA CONSTANTE

Reescribiendo la ecuación (9) para p_{t+1} y dividiendo entre p_t , tenemos,

$$p_{t+1}/p_t = \theta (c_{t+1}^A/c_t^A) \bullet$$

$$\{[\beta \theta/c_{t+2}^A + \beta^2 \theta^2/c_{t+3}^A + \beta^3 \theta^3/c_{t+4}^A + \dots \beta^j \theta^j/c_{t+j+2}^A + \dots]\}$$

$$[\beta \theta/c_{t+1}^A + \beta^2 \theta^2/c_{t+2}^A + \beta^3 \theta^3/c_{t+3}^A + \dots \beta^j \theta^j/c_{t+j}^A + \dots] \quad (10)$$

Así, en períodos en que c_{t+1} es elevado relativo a c_t (i.e. tasa reales altas), p_{t+1} tiene que ser considerablemente mayor que p_t . Como puede verse, esta interpretación es más congruente con lo que está sucediendo en la bolsa mexicana. Si el consumo futuro es percibido como mucho mayor al presente, la única forma de que la gente no incremente también su consumo presente (vendiendo acciones, por ejemplo) es que las tasas de rendimiento reales de las acciones se incrementen considerablemente. Ante dividendos estables, esto sólo puede darse a través de cambios drásticos en los precios de las acciones. Esta interpretación es muy similar a la que ocurre en un mundo de perfecta certidumbre.⁶

Este modelo indicaría que cuando los precios de las acciones están subiendo, es porque se espera un crecimiento futuro importante del consumo, que ocurriría a través del incremento del ingreso permanente esperado, lo que sin duda es difícil de sostener en muchos casos (por ejemplo, en el *boom* previo al *crack* de 1987).

⁶ Obsérvese que en un mundo de certidumbre

$M_t = 1/(1+e_t)$

LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN FUTURA

Una ruta a explorar para mejorar la capacidad explicativa del modelo, sería considerar factores de descuento que varían a través del tiempo,⁷ así como coeficientes de aversión al riesgo que indiquen el grado de aversión al riesgo de los inversionistas que participan en la bolsa mexicana de valores.

Habría que tomar en cuenta también la globalización del mercado mundial de capitales y los movimientos prácticamente instantáneos de recursos monetarios entre países, que ocurren en la actualidad. Esto hace que la percepción de los inversionistas extranjeros sea fundamental para la evolución de los mercados emergentes.

Otra ruta de investigación, que se relaciona estrechamente con los señalados en el párrafo anterior, podría enfatizar los aspectos

donde c_t es la tasa de interés real y

$$\frac{1}{1+c_t} = \beta E_t U'(c_{t+1})/U'(c_t)$$

Es decir, que los precios de los activos cuyos dividendos sean estables en términos reales aumentarán dramáticamente en períodos en que las tasas reales de interés sean muy altas. Éstas son altas cuando el consumo en el período $t+1$ es elevado relativo al consumo en el período t , por ejemplo, en períodos de recesión económica, cuando c_t es anormalmente bajo. Así, es consistente con el equilibrio que p_t sea bajo relativo a p_{t+1} , porque de otra forma la agente desahorraría para mantener su nivel de consumo (podría ser mediante la venta de sus acciones). Los movimientos necesarios de las tasas reales de interés para equilibrar el ahorro deseado al realizado, conducirán a cambios drásticos en los precios de los activos incluso si los dividendos son estables.

⁷ Probablemente debido a cambios en las expectativas cambiarias, como pudo haber ocurrido en México en el crack de 1987, que se anticipó a la devaluación de finales de ese año.

psicológicos y sociológicos que producen expectativas autorrealizables y que conducen a *booms*, a *cracks* bursátiles.

Por ejemplo, si un conjunto relevante de agentes económicos, entre ellos posiblemente inversionistas extranjeros, cree que los precios de las acciones son bajos, empezará a comprarlas y producirá exactamente el efecto que previó, un incremento en el precio de las acciones. Si esta percepción continúa por cierto tiempo, esto podría producir un *boom* en el mercado de valores. Por el contrario, si estos agentes económicos perciben que los precios de las acciones son elevados, comenzarán a venderlas y provocarán una disminución de precios que si prevalece por cierto tiempo podría ocasionar un *crack* bursátil.

En este sentido, hace falta generar evidencia empírica que permita relacionar las opiniones de los analistas y participantes en el mercado de valores con la evolución de los precios de las acciones, con el fin de dilucidar cómo afectan estas opiniones a los precios de las acciones.

Finalmente, y quizá esto deba ser lo más inmediato a realizar, debe contrastarse el modelo con la evolución histórica del mercado mexicano de valores, ya que sólo así se harán evidentes sus fortalezas y debilidades.

BIBLIOGRAFÍA

- Grossman, S. J., y R. Shiller, "The Determinants of the Variability of Stock Market Prices", *American Economic Review*, 1981, 71:222-227.
- Hall, R., "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis", *Journal of Political Economy*, 1978, 6:971-988.

Lucas, R. E., "Asset Prices in an Exchange Economy", *Econometrica*, 1978, 46:1429-1445.

Sargent, T. J., *Dynamic Macroeconomic Theory*, editorial Harvard University Press, 1987.

Shiller, R., *Market Volatility*, editorial MIT Press, 1989.

Shiller, R. "Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review*, 1981, 71:421-435.

Mercados eficientes, un análisis con el IPyC

*Jorge Ludlow-Wiechers**

¿LOS MERCADOS son eficientes? Al analizar la información histórica contenida en las series de precios de las acciones del mercado bursátil, la pregunta que formula el inversionista es: ¿si será posible obtener rendimientos superiores a los normales?, en el caso de que el mercado sea eficiente, la respuesta es no.

En este trabajo se hará una revisión de este concepto y se harán pruebas con el Índice General de la Bolsa Mexicana de Valores, se verá que aunque en lo general del mercado presenta un comportamiento eficiente, sí se presentan las ventanas de predicción.

¿El mercado es eficiente? Si fuera así, el precio de un título refleja íntegramente su valor intrínseco, ya que el mercado incorpora en el proceso de formación de precios toda la información relevante, de modo que en un mercado eficiente la serie de datos históricos no proporciona más información que una serie de números aleatorios, como afirma Eugene Fama, lo cual implica que no es posible anticipar los precios de las acciones.

* Profesor-investigador del Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.

¹ Eugene Fama, "Random Walks in Stock Market Prices", *Financial Analysts Journal*, 1965, pp. 55-59.

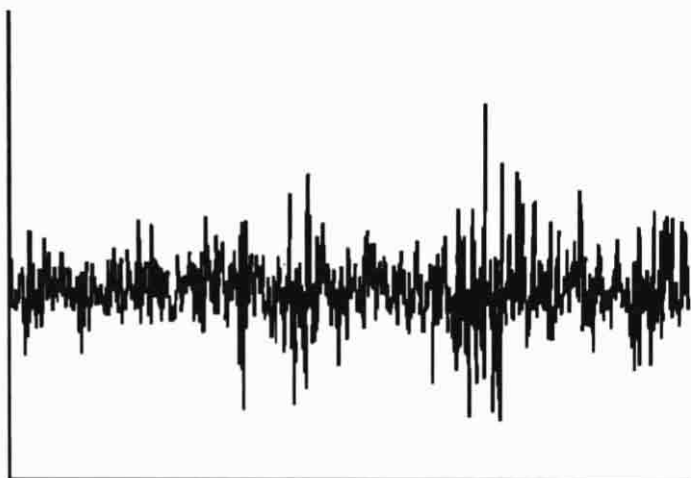


El Índice de Precios y Cotizaciones del Mercado Bursátil Mexicano (IPyC) son cotizaciones por cada día hábil, al año son alrededor de 250 días laborables, va desde el inicio de actividades en enero 1993 hasta el último día de diciembre 1995.

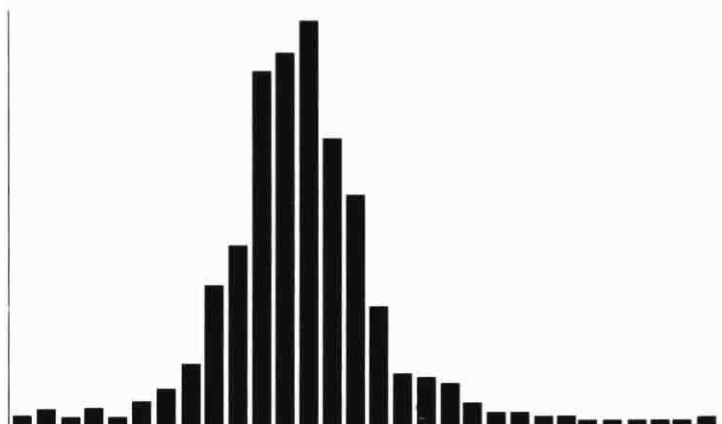
Éste es el rendimiento que ofrece el índice IPyC.

Es el histograma de frecuencias de los rendimientos del IPyC. Note que lo frecuente a observar es que el índice se mueva poco de un día al siguiente, no corresponde a la distribución normal, este histograma no es simétrico, aunque es usual hallar la hipótesis de normalidad la cual usaremos.

Es importante que note los episodios de alta/baja volatilidad que se presentan, ésta es una característica propia de los mercados bursátiles de todo el mundo. Por lo que rendimiento (un promedio de rentabilidad) y riesgo (su desviación estándar) son variables cruciales. Vea que la muestra incluye el Crack de 94-95.



Este es el rendimiento que ofrece el IPyC



Es el rendimiento en el IPyC, sin dividendos, o sea que se toma la relación:

$r_t \% = 100 \frac{(IPC_t - IPC_{t-1})}{IPC_{t-1}}$, para el periodo en 1993- dic 1995, tiene una media por día de 0.000765% y una desviación estándar por día de 0.0184%

Una pregunta fundamental que el lector debe contestar para sí mismo es: ¿el mercado es eficiente? Una gran mayoría de autores así lo ha venido considerando, aunque en Diciembre 1991 E. Fama (*J. of Finance*), considera que la predictabilidad es factible y desde los 90's esta noción de eficiencia se ha venido derrumbando.

El lector puede argumentar que para que un mercado sea eficiente se requiere de:

Existencia de un gran número de compradores y vendedores.

Facilidad de entrada y salida del mercado, para todos los participantes.

Los precios manifiestan un comportamiento puramente aleatorio, de modo que no se dan posibilidades de arbitraje (el arbitraje significa que hay una ganancia sin riesgo).

Por otra parte esta eficiencia depende de:

La continuidad y volumen de las negociaciones.

Disponibilidad de información.

Listas públicas de valores en cotización, lo cual da un espectro de alternativas de inversión y su diversificación.

Existencia de títulos al portador, lo cual los hace fácilmente transferibles, los títulos nominativos no poseen esta característica de liquidez ya que su costo de transacción es elevado.

Estandarización de las operaciones, con éstas se homogeneizan los intercambios y se simplifican operaciones, así el mercado alcanza mayor tamaño.

E. Fama (1970) propone una clasificación sobre los grados de eficiencia:

Un mercado posee la eficiencia débil, si las series de precios de las acciones no contienen información que pueda ser utilizada para

obtener una mayor rentabilidad que la que podría obtenerse con una cartera con valores tomados al azar, ya que los precios de las acciones se determinan de una manera aleatoria, o sea, que es imposible predecir los precios futuros a partir de los precios pasados.

Se expresa esta idea diciendo que los precios de las acciones siguen una caminata aleatoria, $p = p(-1) + a$, el precio de hoy es el precio de ayer más una sorpresa que otorga el azar.

Un mercado posee la eficiencia semi-fuerte, si además de lo anterior los precios de mercado reflejan toda la información hecha *pública*, ya sea referida a la empresa o a la economía en su conjunto, ya que afecta al valor intrínseco de las acciones, por decir: una guerra Islámica con repercusiones en la producción de petróleo, una bomba en el NYSE, la crisis financiera de México en diciembre 1994 al ser pública afectó al mercado, pero no pasó nada mientras algunos con información privilegiada lo sabían.

Un mercado posee la eficiencia fuerte: si además de lo anterior, los precios de mercado reflejan toda la información *privada*, ya sea referida a la empresa o a la economía en su conjunto, ya que afecta al valor intrínseco de las acciones. El conocimiento de los estados financieros que tendrán que pasar a ser públicos, con sólo ser internos a la empresa, ya afectan los precios de las acciones.

Para repetir a W. Sharpe y G. Alexander.² Si todos los inversionistas tienen acceso sin costo a la información sobre el futuro, y todos los inversionistas son buenos analistas, además, todos los inversionistas hacen un seguimiento del mercado y ajustan sus posiciones apropiadamente, en tal mercado el precio de un título es una buena aproximación a su valor de inversión, este último es el valor presente de su flujo de caja futuro correctamente calculado.

Sharpe y Alexander dicen (p. 79): un mercado es (perfectamente) eficiente cuando todo precio de compra de un título es igual a su valor de inversión en todo momento.

² W. Sharpe y G. Alexander, *Investments*, Prentice Hall 1990, pp. 77-80.

El conjunto de información inmediatamente se refleja en los precios, los niveles del conjunto de información originan la tipología mencionada: eficiencia débil, semi fuerte, fuerte. Sharpe y Alexander comentan (p. 79): un mercado es eficiente con respecto a un particular tipo de información si es imposible, en promedio, realizar ganancias arriba de las normales por el uso del conjunto de información para formular decisiones de compra y venta de títulos. Rematan la página (p. 79) afirmando: En un mercado perfectamente eficiente, los cambios en los precios deben ser al azar.

Una aplicación simple de las series de tiempo es mirar si las series bursátiles siguen una caminata al azar, lo cual se coteja por medio de pruebas de hipótesis. Si no es el caso, un buen modelo permite obtener ganancias supranormales. En realidad, con las facilidades de cómputo actual resulta ingenuo el no estar revisando las series publicadas y tomar las posibilidades que el mercado ofrece. No hacerlo es ir en contra del concepto de lo que es la actividad cotidiana de un analista bursátil: analizar por todos los medios a su alcance las series bursátiles.

Si Ud. observa que los papeles de alta bursatilidad (los cuales se concentran en pocas emisoras), los precios de estas emisoras *no* se mueven cuando lo hace el mercado, esto significa que tiene enfrente dinero tirado en la mesa, ¿lo toma o lo deja? Un modelo que sea capaz de anticipar sus movimientos, por un leve plazo de tiempo, le da la oportunidad de realizar la compra o la venta de los títulos de su interés.

Son respectivamente gráficas del precio de la acción y su rendimiento 93-95, sin dividendo. Son las gráficas de tres importantes emisoras en México, arriba Alfa (sector transformación), en medio Banacci serie A (sector servicios), abajo Telmex serie L (sector comunicaciones).

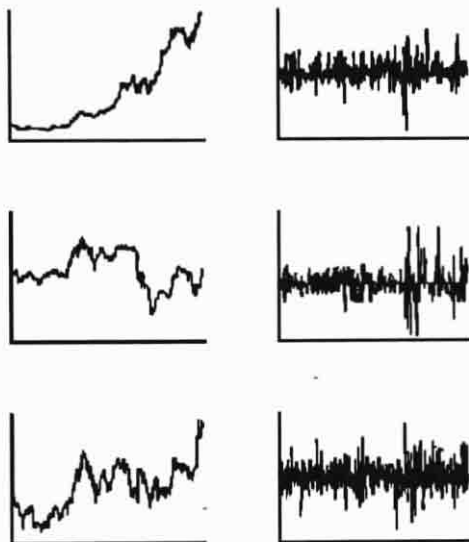
La importancia radica en que el ruido blanco al no depender de su pasado, las nuevas observaciones son sólo innovaciones debidas puramente al azar. Ya que no hay covariación entre at con $at - k$.

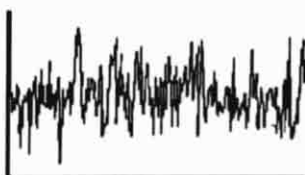
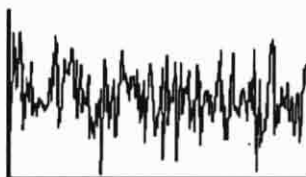
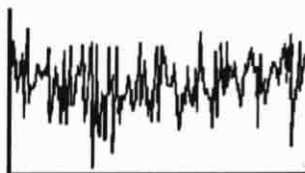
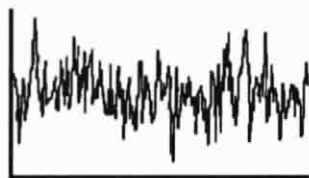
Note que el enlace lineal que presenta la serie $\{Z_t\}$, con su pasado, lo cual se medirá por la covariación ya normalizada, que es la correlación entre Z_t con Z_{t-k} ,

Son cuatro realizaciones de ruido blanco, note que la idea de eficiencia de los mercados dice que las primeras diferencias de los precios de las acciones es ruido blanco, el cambio en el precio es una sorpresa que trae el azar, no se puede anticipar.

Otro ejemplo de un proceso estocástico estacionario, es cuando se trata de un proceso autoregresivo del primer orden $AR(1)$, o sea es de la forma:

$$z_t = r \cdot z_{t-1} + a_t \text{ donde } -1 < r < 1 \text{ y } \{a_t\} \text{ es ruido blanco.}$$





Si r no cumple la condición $-1 < r < 1$, se trata de un proceso evolutivo no estacionario, en particular si $r = 1$ se le llama una caminata aleatoria, r se llama en este caso una raíz unitaria.

Vea que la varianza de $\{at\}$, no es igual a la varianza de $\{zt\}$, ya que al aplicar el operador varianza en: $zt = r \cdot zt-1 + at$ se tiene $\text{Var}(zt) = \text{Var}(r \cdot zt-1) + \text{Var}(at)$,

vea que $\text{Var}(at) = \sigma^2$ mientras que $\text{Var}(zt) = \text{Var}(at)/(1-\gamma^2)$.

Cuatro procesos AR(1).

El lector *no* debe caer en el error de creer que una caminata al azar, $zt = zt-1 + at$, es un proceso que cumple con las condiciones de estacionariedad en covarianza, ya que su varianza se vuelve infinita, y la covarianza entre observaciones *sí* depende del tiempo.

$$\text{Var}(zt) = \text{Var}(zt-1) + \text{Var}(at) + 2E[zt \cdot at]$$

$$\text{Var}(zt) = \text{Var}(zt-1) + \text{Var}(at) + 2E[zt-1] \cdot E[at]$$

$$\text{Var}(zt) = \text{Var}(zt-1) + \text{Var}(at)$$

$$\text{Var}(z_t) = \{\text{Var}(z_{t-2}) + \text{Var}(a_{t-1})\} + \text{Var}(a_t)$$

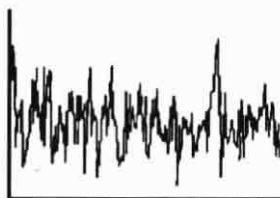
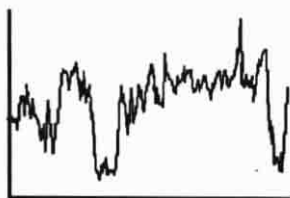
$$\text{Var}(z_t) = \text{Var}(z_{t-2}) + 2\text{Var}(a_t)$$

de forma que se llega a:

$$\text{Var}(z_t) = \text{Var}(z_{t-k}) + k \cdot \text{Var}(a_t)$$

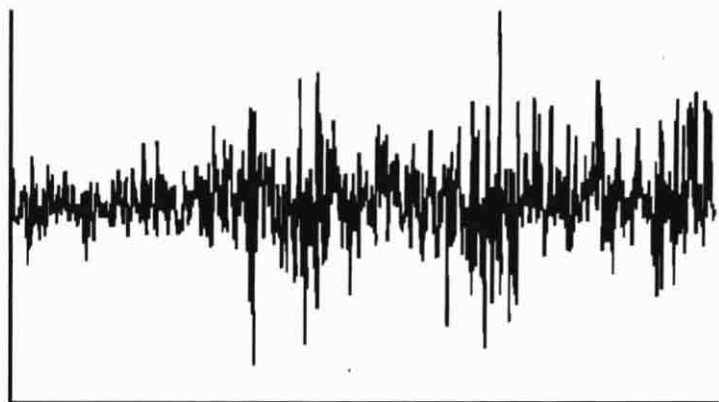
De modo similar se coteja que:

$$\text{Cov}(z_{t+1}, z_t) = \text{Var}(z_t) = \text{Var}(z_{t-k}) + k \cdot \text{Var}(a_t)$$

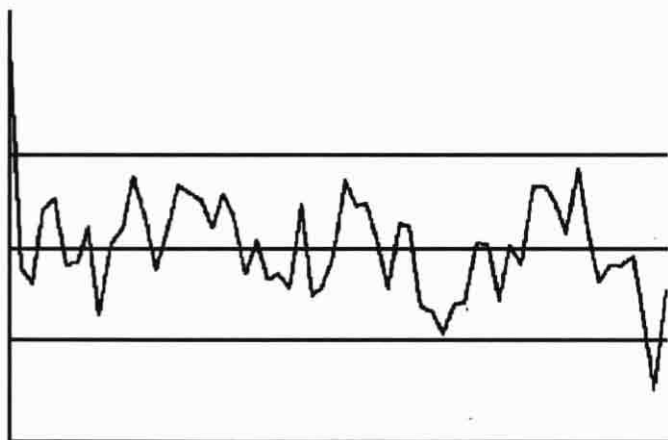


En contraste, si toma la representación $z_t - z_{t-1} = a_t$, la cual nos dice que las primeras diferencias son ruido blanco.

¿El mercado es eficiente o se puede apostar? Una interesante pregunta es si este proceso: ¿es una caminata al azar?, así tomamos primeras diferencias y esta nueva serie debe ser ruido blanco, lo cual se puede cotejar con la función de autocorrelación muestral.



Es la gráfica de la función de autocorrelación muestral del IPyC (93-95), se cuenta con $T=750$ observaciones, de un total de 751, una se pierde al tomar diferencias y es sobre 750 que se hace la identificación. Así la banda es $\pm 1.96/\sqrt{750} = \pm 0.0716$, todas quedan adentro salvo la autocorrelación de orden uno y la de orden 59 que son significativas. ¿Qué modelo se identifica?



Este proceso, ¿es una caminata al azar?, las primeras diferencias deben ser ruido blanco, lo cual se puede cotejar con una prueba de raíces unitarias. Si es correcta la noción de la caminata aleatoria ¿qué debe pasar?, que se acepta la hipótesis nula.

$b = 0$ en el modelo $\Delta ipc_t = b * ipc_{t-1} + at$ con esto se acepta la idea de una caminata al azar $ipc_t = ipc_{t-1} + at$. Veamos la prueba en sus tres formas.

A) El estadístico de Dickey-Fuller, sin constante ni tendencia, nos arroja la cifra:

de: -23.3319.

Los Valores críticos de MacKinnon son:

1%	-2.5681
5%	-1.9398
10%	-1.6158

B) El estadístico de Dickey-Fuller, con una constante y sin tendencia, nos arroja la cifra de: -23.3363.

Los Valores críticos de MacKinnon son:

1%	-3.4407
5%	-2.8655
10%	-2.5689

C) El estadístico de Dickey-Fuller, con una constante y con tendencia, nos arroja la cifra de: -23.3252.

Los Valores críticos de MacKinnon son:

1%	-3.9734
5%	-3.4174
10%	-3.1309

En todos los casos se obtiene un claro rechazo a la hipótesis nula $b=0$, se toma la alternativa $b < 0$, por lo que no existe raíz unitaria $ipc_t = b * ipc_{t-1} + a_t$ la expresión

$ipc_t = ipc_{t-1} + at$, no corresponde al mercado bursátil mexicano.

Si uno utiliza la estructura $AR(p)$ que permite tomar la prueba de Dickey-Fuller aumentada en todos los casos $p=1,2,3,4,5,...60$. Se

rechaza la idea de existencia de una raíz unitaria. De todos los 60 análisis, hay uno que es interesante saber con el siguiente resultado:

D) El estadístico de Dickey-Fuller, sin constante y sin tendencia aderezado con un AR(59), nos arroja la cifra de: -3.3823

Los Valores críticos de MacKinnon son:

1%	-2.5692
5%	-1.9399
10%	-1.6159

El Inversionista esta frente a una disyuntiva:

A) Acepta que el modelo que corresponde al IPyC es una caminata al azar y ésta es una reflexión de que el mercado es eficiente, (ya que no es simple cotejar a *todas* las 400 emisoras). En cuyo caso el mejor modelo es $\nabla ipc_t = a_t$, para hacer un análisis más avanzado se debe realizar una prueba de raíces unitarias vea mi libro ya en esta ruta, de que el azar es lo único que cuenta, para administrar una cartera uno puede generar números aleatorios y usar éstos para realizar sus decisiones de entrada y salida del mercado en sus actividades de compra/venta/sin cambio (buy /sell /hold).

B) El otro sendero es buscar un modelo que pueda anticipar al mercado.

Primer posible modelo MARIMA(59,1,0):

$$\nabla ipc_t = \theta + r_1 \nabla ipc_t + r_{59} \nabla ipc_{t-59} + a_t$$

se realiza la estimación y se obtiene:

$$\nabla_{ipc_t} = 0.1472 \nabla ipc_t - 0.1155 \nabla ipc_{t-59} + a_t$$

Note que la muestra total se parte:

Tamaño muestra(751)=[Lote estimación(691)+retrasos(59)]+diferencias(1)

Todos los residuos caen dentro de la banda $\pm 1.96 / \sqrt{750}$

Variable	error estándar	estadístico- t
AR(1)= 0.1477215	0.03744	3.94463
AR(59)= -0.115519	0.03930	-2.9393
S.D. regresión =40.1447	BoxPierce(60)=39.92	Ljung-Box(6 0)=41.85

Segundo posible modelo ARIMA(1,1,0):

$$\nabla ipc_t = \theta + r_1 \nabla ipc_t + a_t$$

se realiza la estimación y se obtiene:

$$\nabla ipc_t = 0.157 \nabla ipc_t + a_t$$

Note que la muestra total se parte:

Tamaño muestra(751)=[Lote estimación(749)+retrasos(1)] +diferencias(1)

Todos los residuos caen dentro de la banda $\pm 1.96 / \sqrt{750}$

Variable	error estándar	estadístico- t
AR(1)= 0.1574233	0.0360844	4.36264
S.D.regresión= 39.22908	BoxPierce(60)=49.09	Ljung-Box(6 0)=51.62

Puede uno tomar segundas diferencias y después de estudiar la función de autocorrelación ajustar más modelos:

Tercer posible modelo:

$$\nabla^2 ipc_t = -0.3629 \nabla^2 ipc_{t-1} + 0.0088 \nabla^2 ipc_{t-2} - 0.4458 a_{t-1} - 0.5491 a_{t-2} + a_t$$

Note que la muestra total se parte:

Tamaño muestra(751)=[Lote estimación(747)+retrasos(2)] +diferencias(2)

Los residuos caen dentro de la banda $\pm 1.96 / \sqrt{749}$

Variable	error estándar	estadístico-t
AR(1) = -0.3629	0.0656	-5.5345
AR(2) = 0.0887	0.0324	2.7281
MA(1) = -0.4457	0.0744	-5.9871
MA(2) = -0.5491	0.0748	-7.3346S
D.regresión= 39.4239	BoxPierce(20)=14.31	Ljung-Box(20)=14.55

Cuarto posible modelo:

$$\nabla^2 ipc_t = -0.8304a_{t-1} - 0.1579a_{t-2} + a_t$$

Note que la muestra total se parte:

Tamaño muestra(751)=[Lote estimación(749)+retrasos(0)] +diferencias(2)

Los residuos caen dentro de la banda $\pm 1.96 / \sqrt{749}$

Variable	error estándar	estadístico-t
MA(1) = -0.8304	0.0360	-23.0398
MA(2) = -0.1579	0.0353	-4.4734
S.D.regresión= 39.3972	BoxPierce(20)=12.88	Ljung-Box(20)=13.12

Note que el poseer varios modelos nos lleva a la pregunta: ¿cuál escoger? Usualmente se emplean criterios de selección de modelos, hay dos muy utilizados, el criterio de Akaike y el de Schwartz. En ambos el mejor modelo es el que arroja el valor más pequeño del criterio, ya que este criterio impone un costo por número de parámetros a usar y por la varianza residual por lo que lo correcto es minimizar pérdidas.

Respecto del IPyC se tiene:

MODELO	T	No. de parámetros	varianza residual
ARIMA(59,1,0)	750	2	$(40.14)^2$
ARIMA(1,1,0)	750	1	$(39.22)^2$
ARIMA(2,2,2)	749	4	$(39.42)^2$
ARIMA(0,2,2)	749	2	$(39.39)^2$

MODELO	Akaike	Schwartz
ARIMA(59,1,0)	5,542.56	5,551.8
ARIMA(1,1,0)	5,505.78	5,510.4
ARIMA(2,2,2)	5,512.06	5,530.54
ARIMA(0,2,2)	5,506.92	5,516.16

El modelo sugerido por ambos criterios es que el mercado accionario sigue un proceso:

$$\text{ARIMA}(1,1,0): \nabla \text{ipc}_t = 0.157 \nabla \text{ipc}_t + a_t$$

Con este modelo y por un breve periodo de tiempo, se puede mirar cómo va a evolucionar la serie ajustada, no haremos cálculos que corresponden al pronóstico porque para la fecha de publicación, este modelo seguramente ya sufrió un cambio estructural.

Administración de una cartera de inversión bajo CAPM, usando modelos ARCH

*Jorge Ludlow-Wiechers**

1. INTRODUCCIÓN

LAS GRÁFICAS de los precios de las acciones siempre han mostrado patrones de comportamiento muy sugerentes, por lo que siempre ha sido el lugar predilecto de aquellos que buscan anticipar los movimientos en los precios antes de que el mercado emita su respuesta, y esto nos lleva a preguntarnos: ¿si será cierto que toda la información relevante respecto de la decisión de inversión está ya expresada en el precio de la acción?, desde la perspectiva ortodoxa la respuesta es un sí, ya que el sistema de precios es un sistema eficiente de señales y de transmisión de información, por lo tanto, en un mercado competitivo, el precio de mercado de una acción debe expresar el valor presente neto del flujo de dividendos que la empresa es capaz de generar.

El criterio anterior ayuda a explicar cómo son los movimientos en el mercado accionario: el mercado actúa de modo que sitúa los precios a su "valor hoy". Si no se da esta coincidencia, significa que

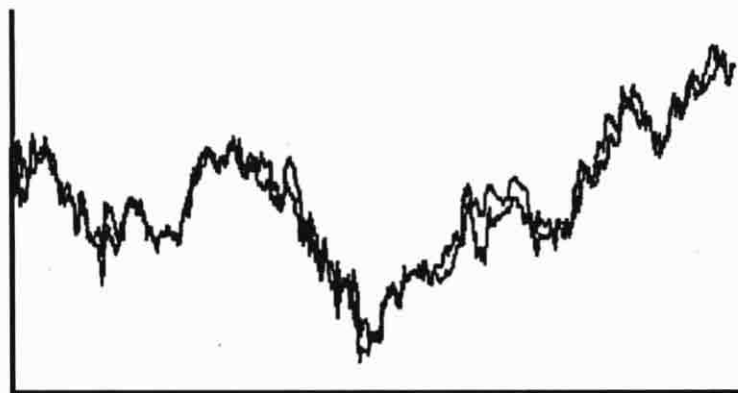
** Profesor-investigador del Departamento de Economía, DCSH, UAM-A.*

el precio está subvaluado o sobrevaluado y uno debe comprar o vender el título, ya que el mercado va a ajustar su precio hasta que sea igual al valor económico de la empresa. Por lo que si uno espera que el precio vaya a la alza se sugiere compra, si la expectativa es a la baja se sugiere venta. Una mayor volatilidad significa mayor incertidumbre sobre el rendimiento esperado, de modo que se presenta una jerarquía entre los títulos, los de calidad AAA que son de rendimiento moderado y bajo riesgo, hasta la chatarra de calificación DDD con muy alto rendimiento pero enorme volatilidad.

Si miramos la gráfica del índice general del mercado IPC, observamos la evolución del valor de la cartera de mercado, la cual sirve de guía general. Note la *enorme caída* en el índice que corresponde a diciembre de 1994.



Los diversos títulos que se cotizan en el mercado, tienden a presentar co-movimientos de acuerdo como lo hace el índice general. Sobresale por su comportamiento APASCO que va igual que el mercado (son datos normalizados; lo cual significa que la variable X se centra respecto de su media y se divide por su desviación estándar).



Otras emisoras bien establecidas logran soportar el crack bursátil, como lo logra ALFA.

Una serie importante en el medio mexicano lo es TELMEX serie L:

Vea como VITRO presenta una reactividad diferente al oscilar alrededor del índice que la presentada por APASCO.

En las gráficas anteriores, los datos (van normalizados) corresponden a los precios de las acciones, con éstos sacamos los rendimientos por medio de la relación:

$$r_0 = 100 * \frac{(P_1 - P_0 + div)}{P_0}$$



La idea de la fórmula anterior es como sigue: se compra el título a precio p_0 y se vende a p_1 , si durante el periodo de posesión del valor se distribuyen dividendos, éstos se deben contabilizar, dando como resultado el rendimiento correspondiente al plazo de tenencia. Si no hay dividendo se toma como cero y así sólo sacamos el cambio porcentual respecto de la fecha anterior, trabajaremos la rentabilidad del título por día, podríamos sacar la rentabilidad de cada mes, trimestre o año de manera análoga.

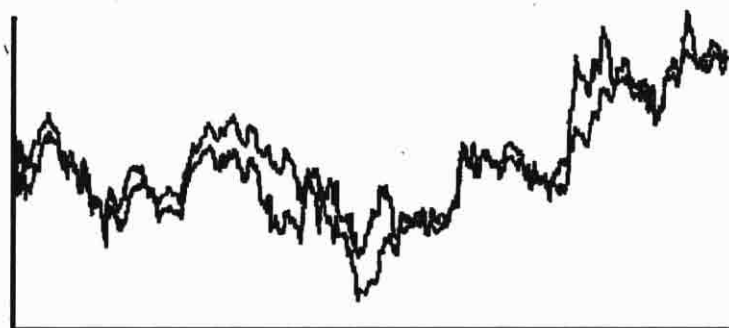
$$r_t = 100 * \frac{(P_t - P_{t-1} + div_t)}{P_{t-1}}$$

La volatilidad de la rentabilidad del título de renta variable es la dispersión medida a través de la desviación estándar, lo cual mide el riesgo que presenta la acción. En la tabla a continuación se tienen 600 observaciones, de enero 1994 hasta mayo 1996.

<i>Variable</i>	<i>Rend. medio % (por día)</i>	<i>Volatilidad %</i>
ABACO	-0.0092487	2.7697303
AHMSA	0.3627209	2.5765355
ALFA	0.2967365	2.1080211
APASCO	0.1058146	3.3781291
ARGOS	0.0575505	3.2517969
BEVIDES	0.0293942	3.3906527
CIFRAA	0.0548738	2.3749442
CIFRAC	0.0779282	2.6984472
DESCA	0.1557635	2.3624668
DINA	-0.1086560	4.7333861
ELECTRA	0.2093177	1.8902746
GFPROB	-0.0907665	4.2440370
GISSA	0.2760757	4.5935481
ICHB	0.2741737	1.5985221
INMEX	0.0549796	2.1214300
IPC	0.0590234	1.9556323
MASECAB	0.1492828	2.8402081
SORIANA	0.2521662	2.4968727
TABLEX2	0.1654505	2.4636080
TELMEXL	0.0666053	2.0073326
TEXEL	0.2954715	3.6168431
VITRO	0.0831837	3.0446991

Note que estas volatilidades son exageradas ya que la muestra contiene un periodo atípico.

Es común considerar a la evolución de los precios bajo el modelo de una caminata aleatoria, este modelo nos dice que el precio de mañana es el precio de hoy más una sorpresa aleatoria que tiene media cero.



$$P_{t+1} = P_t + a_t$$

Por lo anterior los precios de las acciones no pueden ser anticipados. Sin embargo, esta idea se ha visto disminuida con el paso del tiempo ante técnicas que han surgido en la última década.

Tomando ideas de W. Sharpe,¹ tenemos que "una cartera eficiente es aquella que tiene menor riesgo que otras carteras con un rendimiento similar. Entre carteras del mismo riesgo es la que ofrece mayor retorno".

Un análisis cuidadoso de estas ideas lo llevará a darse cuenta de que, el número de títulos en la cartera afecta el nivel de riesgo en el sentido de que a mayor número de títulos incluidos menor el riesgo asociado en la cartera, por tanto hay lugar a una disminución del riesgo debido a la diversificación. Este riesgo de la cartera no puede ser llevado hasta cero, sino solamente hasta el riesgo del mercado.

¹ W. F. Sharpe y Gordon J. Alexander, *Investments*, Prentice Hall, 1985, 2a. edición, p. 140.

La recomendación práctica es por una parte, fijar el número de componentes en la cartera, aunque en el mercado mexicano hay más de 400 emisoras, no se requieren tantas sino que con unas 20 bien elegidas ya es suficiente para tener una adecuada diversificación. Y por otra parte, cambiar la composición de la cartera manteniendo su nivel de riesgo, se venden y se compran títulos para maximizar el rendimiento. "Hay que diversificar el riesgo, no se pone todo el patrimonio en un solo título".

2. EL MODELO DE FIJACIÓN DE PRECIOS DE ACTIVOS DE CAPITAL "CAPM"

Vamos a seguir directamente a uno de los autores de este concepto: William F. Sharpe, cuyas ideas han afectado fuertemente la forma de trabajar de un analista bursátil, siendo que ahora es indispensable realizar el seguimiento del mercado basado en esta metodología.²

Tomemos como ejemplo una cartera con solamente dos títulos: (T_1, T_2) , el título T_1 tiene como rendimiento a la variable aleatoria r_1 y como su rendimiento esperado, a la esperanza matemática $E[r_1]$ y al mismo tiempo, tiene un riesgo dado por la desviación estándar, o sea por $\{\text{Var}(r_1)\}^{1/2}$, mientras que el título T_2 tiene como rendimiento esperado a $E[r_2]$ y su riesgo = $\{\text{Var}(r_2)\}^{1/2}$.

El rendimiento de la cartera se calcula como:

$$r_{\text{cartera}} = w_1 r_1 + w_2 r_2$$

por lo tanto el rendimiento esperado está dado por:

² Se recomienda mirar en: William F. Sharpe y Gordon J. Alexander, *Investments*, 1990.

$$E[r_{\text{cartera}}] = w_1 E[r_1] + w_2 E[r_2]$$

donde $w_1 + w_2 = 1$, $w_1 > 0$ y $w_2 > 0$, son los porcentajes de participación de los dos títulos dentro de la cartera. Para una cartera con más títulos será con más sumandos y es enteramente análogo.

Deseamos medir el riesgo de una cartera, para lo cual primero tenemos que obtener la varianza de la cartera, así que tomando el operador varianza en la cartera:

$$\sigma_c^2 = \text{Var}(r_{\text{cartera}}) = \text{Var}(w_1 r_1 + w_2 r_2)$$

y el riesgo de la cartera está dado por:

$$\sigma_c = \text{riesgo}(r_c) = [\text{Var}(r_c)]^{1/2}$$

Note que escogiendo inteligentes proporciones de (w_1, w_2) se puede alterar (y buscar disminuir) el riesgo en la cartera, conservando un nivel de rentabilidad esperada $E[r_c]$. Esta fue la contribución fundamental de Harry Markowitz a la teoría de la cartera.

Es fundamental que el lector note que en los mercados perfectos, el rendimiento y el riesgo en un título aislado, están fuera del control de la voluntad crucial es que observe que: el inversionista sí puede controlar qué títulos componen su cartera y en qué proporción va a tener cada valor, así el inversionista racional va por una cartera eficiente, la que a cada nivel de rendimiento localiza el mínimo riesgo posible.

El inversionista sólo asume aquel tipo de riesgo que se acompaña por una rentabilidad, en otras palabras, los riesgos que el mercado no les asigna una recompensa el inversionista no adquiere esos títulos, los elimina. La proporción acertada se puede medir

³ Sharpe y Gordon, p. 199.

comparando la cartera del inversionista contra la cartera bien diversificada del mercado. La cartera del mercado es la que consiste de todos los valores que operan, donde la proporción considerada de cada valor corresponde a su valor relativo de mercado.³

Sin embargo el riesgo no se puede reducir a cero y sólo se reduce hasta llegar al riesgo del mercado. En la práctica para medir el riesgo y el rendimiento de la cartera del mercado se toma el (IPC) Índice de Precios y Cotizaciones, ya que ésta es una cartera representativa de todo el mercado, en los EU se pueden usar el Dow Jones de las 30 emisoras más importantes o el índice Standard & Poor's de 500 empresas, o el índice Wilshire de 5000 empresas. En México se usa el IPC, o el INMEX, pero es posible aplicar otro índice digamos el Banamex-30 (el cual es una media geométrica simple de las 30 acciones con mayor bursatilidad que operan en la Bolsa), en Japón se usa el Nikkei, en Inglaterra se usa el Financial Times, en un mundo global se podría tomar en índice mundial Dow Jones respecto a los diferentes mercados del planeta.

En lo sucesivo, el rendimiento de la cartera del mercado será denotado por r_M y su riesgo por σ_M .

El modelo requiere de supuestos bajo los cuales el modelo tiene validez,⁴ los cuales son:

1. Los inversionistas comparan entre alternativas, siempre mirando dos variables relevantes: retorno esperado y su riesgo asumido de cada cartera.
2. Los inversionistas cada vez que se encuentran frente a dos carteras alternativas con el mismo riesgo, siempre escogen la que ofrece un rendimiento mayor.
3. Los inversionistas tienen aversión al riesgo, cuando tienen dos carteras con igual rendimiento escogen la que ofrece un menor riesgo.

⁴ Ibid., p. 195.

4. Los activos son divisibles, lo cual significa que es posible negociar cualquier fracción del total emitido.
5. Existe una tasa libre de riesgo, a la cual todo inversionista puede prestar (es decir, invertir) o tomar prestado.
6. Los impuestos y los costos de transacción son mínimos al grado de ser irrelevantes.
7. Todos los inversionistas tienen un horizonte de un periodo. Así, al inicio de cada periodo, cada inversionista considera la composición de su cartera.
8. La tasa libre de riesgo es igual para todos los participantes.
9. La información es libre de todo costo y se ofrece de manera instantánea al momento de aparecer en el mercado.
10. Los inversionistas tienen expectativas homogéneas, o sea, ellos tienen las mismas percepciones en relación a los rendimientos esperados, desviaciones estándar y covariación entre los títulos.
11. Los mercados son perfectos, en el sentido de que no hay fricciones que frenen el tránsito de las operaciones del mercado de capitales.

En suma, como tenemos los conceptos de riesgo y rendimiento, tanto para títulos como para cualquier cartera (incluyendo la cartera de mercado), podemos representar esto en un sistema de ejes coordenados poniendo en el eje horizontal (el eje X) al riesgo, mientras que pondremos en el eje vertical (el eje Y) al rendimiento.

Denotaremos por r_c al rendimiento de la cartera bajo análisis y por r_f a la tasa libre de riesgo (que será r_{CETE} , los CETES, esto es, son los Certificados de la Tesorería de la Federación, papel del mercado de dinero emitido una vez a la semana por el gobierno mexicano).

Si uno usa datos de tasas de interés del mercado secundario, éstos usualmente se presentan ya anualizados, lo correcto es que los rendimientos estén anualizados para manejar unidades de tiempo homogéneas.

Se define la línea del mercado de capitales como la relación lineal de riesgo a rendimiento, está constituida por la línea recta, de carteras eficientes que pasa por los puntos $(0, r_f)$ y por (σ_M, r_M) , por ser una línea recta, con tener dados dos puntos de ella podemos construir su ecuación la cual está dada por:

$$r_c = r_f + [(r_M - r_f) / \sigma_M] \cdot \sigma_c$$

“Equilibrio en el mercado se caracteriza por dos cifras: una es el valor que toma r_f , mientras que la otra es la pendiente de esta recta $[(r_M - r_f) / \sigma_M]$, en esencia este mercado es un espacio donde tiempo y riesgo son negociados y los precios son determinados por las fuerzas de la oferta y la demanda, r_f es el precio del tiempo y la pendiente es el precio del riesgo”.⁵

Este método de análisis explica cómo se mueven los rendimientos de un activo, en relación a los movimientos del mercado y también, explica el concepto de prima por riesgo de un título en relación a la prima por riesgo del mercado. Anteriormente a este trabajo y desde principios del siglo XX, los analistas bancarios bien sabían que al otorgar un préstamo debían fijarse en la relación básica y fundamental:

tasa de rendimiento = tasa libre de riesgo + sobretasa

La sobretasa se asignaba desde un 5%, hasta 10%, sobre la tasa base dependiendo del riesgo. Hoy en día para calcular la sobretasa, se hace conforme a la fórmula: $\text{sobretasa} = \beta \cdot (r_M - r_f) = [(\sigma_c / \sigma_M) \cdot \sigma_M] \cdot (r_M - r_f)$, donde $\beta = \sigma_c / \sigma_M = \text{Cov}(r_c, r_M) / \text{Var}[r_M]$, la β es una medida del riesgo del título, con lo cual toda tasa es, a fin de cuentas, un cargo sobre la tasa líder.

⁵ Ibid., p. 202.

Por ejemplo: si se carga un 5% sobre la tasa libre de riesgo y el CETES está en 15% se tiene: $15 + (0.05)15 = 15 + 0.75 = 15.75$, anteriormente cada banco ponía su sobretasa, después de CAPM, la sobretasa es calculada por medio de la "beta β " y el análisis de las betas de las empresas es sumamente importante en el medio internacional.

La prima por riesgo de un título es: $r_a - r_{CETE}$, mientras que la prima por riesgo del mercado es: $r_M - r_{CETE}$. En ambos casos, es un exceso de rendimiento sobre una inversión sin riesgo alguno. La idea fundamental es que estos dos están ligados en una proporción directa. El exceso de rendimiento de un título es una relación directa del rendimiento que ofrece el mercado. Con esto se tiene la relación entre rendimientos por medio de su beta, viene dada como:

prima por riesgo de un título = beta (prima por riesgo del mercado)

$$r_a - r_{CETE} = \beta \cdot (r_M - r_{CETE})$$

usualmente se expresa la línea del mercado de títulos como la recta:

$$r_a = r_{CETE} + \beta \cdot (r_M - r_{CETE})$$

aplicamos el operador varianza y se tiene:

$$\text{Var}[r_a - r_{CETE}] = \beta^2 \text{Var}[(r_M - r_{CETE})]$$

sacando la raíz y así tomando la desviación estándar:

$$\text{Desv. Est. } (r_a - r_{CETE}) = \beta \cdot \text{Desv. Est. } (r_M - r_{CETE})$$

viendo esta última relación y recordando que la desviación estándar es una medida del riesgo, concluimos que: la beta mide el

riesgo de un título en relación al riesgo del mercado. Ahora ya queda claro el concepto de sobretasa = $\beta(r_M - r_{CETE})$.

$r_a = r_{CETE} + \beta(r_M - r_{CETE})$ que es: tasa de rendimiento = tasa libre de riesgo + sobretasa.

La beta, β , mide cómo reacciona el rendimiento del título en relación al rendimiento que ofrece la cartera de mercado, en esta dirección lo importante es distinguir entre dos casos.

Cuando se cumple la condición: $\beta < 1$, a esta beta se le llama "defensiva", porque aminora las variaciones que presenta r_M , en este caso el poseedor del valor sabe que grandes caídas en el rendimiento del mercado lo defienden de sufrir grandes pérdidas, y también pasa el análogo, cuando el mercado ofrece mejores rendimientos, como $\beta < 1$, el título le dará menores rendimientos que los que da la cartera del mercado.

Por otra parte, cuando se cumple la condición $\beta > 1$, se le llama una beta "agresiva" ya que magnifica las experiencias del mercado, cuando el mercado va a la alza el rendimiento de este título sube más y por tanto, ofrece mejores rendimientos que la cartera del mercado, pero también cuando el mercado se desploma los rendimientos de este valor se hundirán.

En este sentido, podemos entender que la beta mide la sensibilidad de los activos de la empresa para generar riqueza en relación a la economía, expresada por el rendimiento del mercado en su conjunto.

En (muy raras) ocasiones se obtienen betas negativas, llamadas superdefensivas, éstas no son frecuentes de observarse, pero de tener una cartera con sólo dos valores, uno con una beta negativa y otro con una beta positiva, manejando adecuadas proporciones de los títulos en esta simple cartera, es posible diversificar totalmente el riesgo enviándolo a cero.

Hasta ahora la línea del mercado de títulos nos explica la beta de un valor, ahora para obtener la beta de una cartera con dos

títulos (para n títulos se agregan los sumandos correspondientes), tenemos: $r_c = w_1 r_1 + w_2 r_2$

tomando la covarianza: $\text{Cov}(r_c, r_M) = w_1 \text{Cov}(r_1, r_M) + w_2 \text{Cov}(r_2, r_M)$

y volvemos a ajustar por riesgo no diversificable obteniendo la beta de cartera:

$$\beta_c = \text{Cov}(r_c, r_M) / \text{Var}(r_M) = w_1 \text{Cov}(r_1, r_M) / \text{Var}(r_M) + w_2 \text{Cov}(r_2, r_M) / \text{Var}(r_M)$$

en otras palabras: beta de una cartera es la suma ponderada de las betas que la componen, ponderadas por sus tasas de participación:

$$\beta_c = w_1 \beta_1 + w_2 \beta_2$$

Por lo tanto: "No sólo cada título, sino también cada cartera debe quedar colineal a una recta de pendiente positiva, cuyo eje horizontal es el valor beta y el eje vertical su rendimiento esperado ..., esto significa que los portafolios eficientes quedan marcados por ambas líneas rectas, tanto la línea del mercado de capitales como la línea de títulos, mientras que los portafolios ineficientes sólo están alineados a la recta de títulos".⁶

En suma, los inversionistas miran las distintas alternativas que el mercado ofrece calculando la beta cartera, y es el inversionista quien decide si entrará al mercado en forma agresiva o en forma defensiva; recordemos que una beta mayor a uno conlleva mayor riesgo por mayores expectativas de ganancia. Una beta igual a uno da un rendimiento igual al mercado, la cartera defensiva toma la posición conservadora de una beta menor a uno, mientras que una beta igual a cero, es como tener títulos de bajo rendimiento y sin riesgo.

⁶ Ibid., p. 205.

La estrategia a seguir con la nueva cartera del mercado, para obtener una idea clara si el índice del mercado va a la alza o a la baja (es un mercado activo, "Bull Market", o es un mercado flojo, "Bear Market"), para llegar a esta información se hacen consideraciones generales sobre la evolución del PIB, empleo, inflación, tasa de interés, tipo de cambio, etc.



1. Analizar la evolución general de la cartera del mercado, para obtener una idea clara de si el índice del mercado va a la alza o a la baja (es un mercado activo).
2. Si la expectativa es a la alza, comprar y vender títulos a modo de llegar a una cartera agresiva.
3. Si la expectativa es a la baja, entrar al mercado a modo de salir con una cartera defensiva.

Aquí la expectativa a la alza, invita a formar una cartera agresiva. Ya que maximiza ganancias.

Aquí la expectativa a la baja, invita a formar una cartera vencida. Ya que minimiza pérdidas.

En resumen, primero se decide cuántos títulos habrán de componer a la cartera, digamos alrededor de 20, con esto queda variable su composición. Si el mercado va a la alza, la cartera debe ser agresiva, si el mercado va a la baja se debe realizar intercambio de títulos para terminar en una cartera defensiva.

Como la beta de la cartera es una media ponderada de las betas o de sus componentes; $\beta_c = w_1 \beta_1 + w_2 \beta_2 + \dots + w_k \beta_k$.

Se escogen las w 's, la proporción de títulos de la cartera a modo de garantizar:

$\beta_c > 1$, si el mercado va a la alza, $\beta_c < 1$ si el mercado va a la baja.

Hay una publicación de la BMV (Indicadores Bursátiles) que presenta las betas de todas las empresas enlistadas en Bolsa, así todo lo que tiene que hacer el inversionista es comprar esta revista y leer el periódico por la mañana, mientras va rumbo a su trabajo, él envía sus instrucciones de compra/venta al agente de su Casa de Bolsa a través de su teléfono celular, mientras disfruta un cotidiano aglomeramiento de autos, gritos y ruido al comenzar la mañana. El puede estar seguro de que también hay otras personas

que ansian llegar a la junta de la empresa de la cual son emisores de títulos, y de inmediato averiguar por qué el mercado opina que el potencial para generar riqueza de la empresa se ha disminuido, ya que este hecho puede alterar planes de expansión de la compañía.

Una expresión un poco más general es proponer:

$$r_a - r_{CETE} = \alpha + \beta (r_M - r_{CETE})$$

Si el mercado es eficiente se debe tener que $\alpha = 0$. Vea que si alfa, α , es diferente de cero tiene una interpretación como una tasa de rendimiento, la cual es autónoma del mercado.

El problema ahora es calcular alfa y beta empíricamente, para esto se considera la regresión llamada el modelo de mercado:

$$r_a = \alpha + \beta r_M + e_t$$

la cual permite generar vía mínimos cuadrados ordinarios, una estimación de α y de β (en caso de que el error sea ruido blanco). Note que el coeficiente de determinación R^2 es la proporción de la varianza total que se explica por la variación en el mercado. Ya que el riesgo sistemático, es $\alpha + \beta \cdot r_M$, y el error aleatorio es el riesgo no sistemático el cual es diversificable. Hagamos algunos cálculos de betas para mirar su uso práctico.

Empresa (α , β) por día 607 observaciones.

Apasco $\alpha = 0.094$ $t = 0.69$ $DW = 2.07$
 $\beta = 0.184$ $t = 2.63$ $R^2 = 0.011$

Como α no es significativo se elimina y se re-estima obteniendo:

Apasco $\beta = 0.185$ $t = 2.65$ $DW = 2.077$ $R^2 = 0.0177$

TelmexL $\alpha = 0.058$ $t = 0.72$ $DW = 2.18$
 $\beta = 0.140$ $t = 3.39$ $R^2 = 0.0186$

Como α no es significativo se elimina y se re-estima, obteniendo:

TelmexL $\beta = 0.141$ $t = 3.41$ $DW = 2.18$ $R^2 = 0.0177$

Vitro $\alpha = 0.0722$ $t = 0.588$ $DW = 1.98$
 $\beta = 0.185$ $t = 2.94$ $R^2 = 0.0141$

Como α no es significativo se elimina y se re-estima, obteniendo:

Vitro $\beta = 0.186$ $t = 2.96$ $DW = 1.98$ $R^2 = 0.013$

3. MODELOS AUTOREGRESIVOS DE HETEROCEDASTICIDAD CONDICIONAL, ARCH

En el contexto de CAPM, se aplicó el modelo de regresión: $r_t = \alpha + \beta \cdot rm_t + e_t$. Aquí se considera que la dispersión es constante, lo cual hace que el modelo tenga un serio defecto, el de que no captura periodos de volatilidad variable. Es natural que el nivel de volatilidad del mercado esté variando, por lo que suponer varianza constante no resulta adecuado. Por lo que se requiere hacer una especificación donde Ω_{t-1} el conjunto de información al momento $t-1$, juegue un papel relevante

$Y_t \mid \Omega_{t-1} = N(0, h_t)$, donde $h_t = h(e_{t-1}, e_{t-2}, \dots, e_{t-p}, \alpha)$, $e_t = y_t - x_t \cdot \beta$

Engle, en 1982, presenta una nueva clase de modelos que han impactado fuertemente al mundo de las finanzas, y ya que estos modelos son capaces de explicar periodos de alta volatilidad combinándolos con periodos de baja dispersión, o sea, esta familia puede explicar los episodios de volatilidad variable que es común

en los mercados bursátiles, estos modelos se obtienen al entrar de lleno a modelar, simultáneamente, en la media y la varianza condicional. Engle propone la prueba de heterocedasticidad condicional autoregresiva ARCH (Econometría, julio 1982), ésta es una prueba que ha demostrado ser útil en el trabajo empírico, ya que como su autor señala, los modelos econométricos asumen una varianza constante y se requiere abrir una nueva clase de modelos que capturen volatilidad variable, de modo que el pasado deberá dar información relevante para explicar la varianza condicionada a su propio pasado. Robert Engle señala que esta clase de modelos son los que se requieren en Finanzas, ya que todo ajuste a la cartera se hace con base al par: rendimiento esperado y riesgo.

Una presentación simple de esta idea es tomar en un modelo de regresión:

$$y_t = x_{1t}\beta_1 + x_{2t}\beta_2 + \dots + x_{kt}\beta_k + e_t$$

donde $e_t = a_t [\alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2]^{1/2}$

aquí a_t es una variable normal estándar $N(0,1)$.

Esta especificación para los errores tiene la virtud de que:

Tiene media cero: $E[e_t \mid e_{t-1}] = 0$

La *varianza condicional* resulta ser heterocedástica:

$$\text{Var}[e_t \mid e_{t-1}] = E[e_t^2 \mid e_{t-1}]$$

$$= E[a_t^2] [\alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2]$$

$$= [\alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2]$$

$$= \text{Var}[Y_t \mid y_{t-1}]$$

Por otra parte la *varianza incondicional* resulta ser homocedástica, si se presupone que es un proceso estacionario en la varianza.

$$\begin{aligned}
 \text{Var}[e_t] &= \\
 &= \alpha_0 + \alpha_1 E[e_{t-1}^2] \\
 &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Var}[e_{t-1}]
 \end{aligned}$$

Al tener que la varianza incondicional no cambia con el paso del tiempo tenemos:

$$\begin{aligned}
 \text{Var}[e_t] &= \text{Var}[e_{t-1}] \\
 &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{Var}[e_{t-1}] \\
 &= \alpha_0 / (1 - \alpha_1)
 \end{aligned}$$

juntando las piezas concluimos que:

$$E[e_t] = 0, E[y_t] = x'_t \beta, \text{Var}[e_t] = \alpha_0 / (1 - \alpha_1)$$

El lector debe notar que la gran virtud de la especificación del modelo ARCH, es que satisface los supuestos más generales del modelo de regresión múltiple y por tanto, el estimador de mínimos cuadrados ordinarios $b = (X'X)^{-1} X'Y$ es el mejor estimador lineal insesgado. Sin embargo, un lector acucioso deberá notar que hay un estimador, el cual es el estimador más eficiente dentro de todos los estimadores posibles, nos referimos al estimador de máxima verosimilitud, éste es el que fue sugerido por Engle en 1982, condicionando a los valores de inicio y_0, x_0 , la función de verosimilitud es:

$$\log L = -0.5 \sum \log (\alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2) - 0.5 \sum e_t^2 / (\alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2)$$

donde como es natural $e_t = y_t - x'_t \beta$

La maximización se puede hacer por métodos convencionales, sin embargo, en la literatura ha aparecido un método⁷ que es asintóticamente equivalente al de máxima verosimilitud, el cual presentamos a continuación:

1. Aplicar mínimos cuadrados ordinarios, en toda la muestra $t = 1, \dots, T$, al modelo

$$y_t = x_{1t} \beta_1 + x_{2t} \beta_2 + \dots + x_{kt} \beta_k + e_t$$

para obtener $b = (X'X)^{-1} X'Y$, los residuos se toman como $e = Y - Xb$.

2. Aplicar la regresión, en toda la muestra $t = 1, \dots, T$ al modelo:

$$e_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2 \text{ siendo } a = (a_0, a_1) \text{ las estimaciones iniciales.}$$

3. Construya la variable $k_t = a_0 + a_1 e_{t-1}^2$ para $t = 1, \dots, T$ y aplique la regresión al modelo (basado en la técnica del Score):

$$[(e_{t-1}^2 / k_t) - 1] = (1 / k_t) d_0 + (e_{t-1}^2 / k_t) d_1$$

siendo $d = (d_0, d_1)$ las estimaciones correspondientes.

4. Construya $\alpha^\wedge = a + d = (a_0, a_1) + (d_0, d_1)$, esta es la estimación asintóticamente eficiente.

Su matriz de varianza-covarianza está dada por

$$\text{Var}(\alpha^\wedge) = 2(Z'Z)^{-1} \text{ donde } Z = [(1 / k_t), (e_{t-1}^2 / k_t)]$$

5. Recalcule k_t con los valores calculados de α^\wedge , ahora solamente para las observaciones de la muestra $t = 1, \dots, T-1$. compute:

$$r_t = [(1/k_t) + 2(\alpha^\wedge_1 e_t / k_{t-1})^2]^{1/2}$$

$$s_t = (1 / k_t) - (\alpha_1 / k_{t+1}) [(e_{t+1}^2 / k_{t+1} - 1]$$

$$\hat{\beta} = b + g^{\wedge}$$

donde g^{\wedge} son las estimaciones de la regresión múltiple

$$e_t s_t / r_t = r_t x_{1t} g_1 + r_t x_{2t} g_2 + \dots + r_t x_{kt} g_k$$

la matriz asintótica de varianza-covarianza está dada por:

$\text{Var}(\hat{\beta}) = W'W^{-1}$ donde la matriz W tiene por columnas a los regresores de la regresión anterior.

Engle también presenta una prueba (LM), para ver si se tiene presencia de un ARCH, la hipótesis nula es que el modelo es condicionalmente homodédastico, el estadístico de prueba es $T \cdot R^2$, siendo R^2 el valor que se obtiene de la regresión del paso dos. Se sabe que para muestras grandes está distribuido bajo una Ji cuadrada con un grado de libertad. Se aceptará la presencia de heterocedasticidad condicional cuando el valor $T \cdot R^2$ sea grande. Sintetizando las ideas podemos decir:

$$y_t = x_t' \beta + e_t$$

$$e_t | e_{t-1} \approx N(0, \sigma_t^2)$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2$$

si $|\alpha_1| < 1$ entonces incondicionalmente

$$e_t \approx N\left(0, \frac{\alpha_0}{1 - \alpha_1}\right)$$

Engle hace notar que la prueba consiste esencialmente en correr una regresión inicial por mínimos cuadrados ordinarios, de la cual interesa utilizar los residuos haciendo una regresión auxiliar:

Un interesante refinamiento del procedimiento es agregar más rezagos en un modelo ARCH(p), esta idea fue realizada por Engle y Kraft (1983) y consideran a la varianza condicionada:

$$\text{Var}[e_t \mid e_{t-1}, e_{t-2}, \dots, e_{t-p}] = \sigma_t^2$$

Como el lector notará, sólo requiere cambios menores al algoritmo propuesto para estimar:

$$\text{donde } \sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 e_{t-1}^2 + \alpha_2 e_{t-2}^2 + \dots + \alpha_p e_{t-p}^2$$

Si uno sigue por esta ruta, las modificaciones son dos:

A) En el paso dos se tienen más regresores en la forma de cuadrados de residuos pasados.

B) El cálculo de k_t viene con más sumandos, así como la regresión auxiliar del Score.

En suma los agentes consideran sus alternativas a partir de Ω_{t-1} el conjunto de información al momento $t-1$, se tiene el rendimiento esperado $r_t \mid \Omega_{t-1}$ depende de la información disponible y de la volatilidad h_t que tendrá el mercado al tiempo t .

$$r_t \mid \Omega_{t-1} \approx N(0, h_t) \text{ donde } h_t = h(e_{t-1}, e_{t-2}, \dots, e_{t-p}, \alpha), e_t = r_t - x_t \cdot \beta$$

Se tomó una especificación lineal, $h_t = z_t \cdot \alpha$ donde:

$$dz_t = (1, e_{t-1}^2, \dots, e_{t-p}^2) \alpha = (\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_p)$$

Si se desea hacer la prueba: $\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0$

Engle hace ver que el estadístico LM para este caso toma la forma:

$$LM = (1/2) f'Z(Z'Z)^{-1}Zf,$$

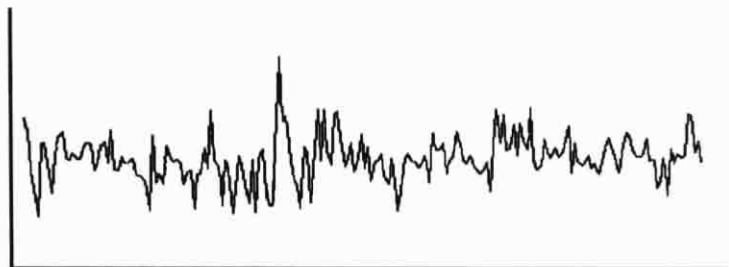
siendo f el vector columna $(e^2/h_0) - 1$

Siendo una prueba asintótica se puede cotejar que es equivalente a la prueba $T \cdot R^2$. Si el lector gusta, puede tomar como estadístico de prueba $T \cdot R^2$ el cual es un Ji cuadrada con g.l. = p . Se aceptará la presencia de heterocedasticidad condicional cuando el valor $T \cdot R^2$ sea grande, ya que la hipótesis nula es que el modelo es homocedástico.

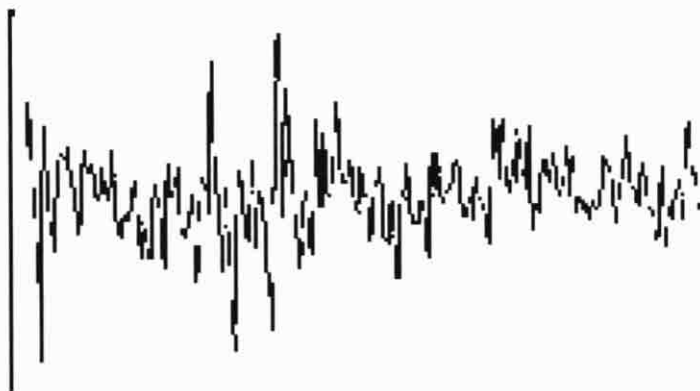
4. CAPM CON ARCH

Pasemos ahora al estudio de la evolución del rendimiento diario de tres acciones de alta bursatilidad en el mercado mexicano: ALFA, CEMEX serie A, y TELMEX serie L, cuyas gráficas se presentan a continuación:





Si en el modelo de regresión el error se supone ruido blanco y por tanto volatilidad, la cual esta siendo medida por la beta, queda indefinida si el proceso que genera los datos es un ARCH.



Haciendo este análisis para la acción de ALFA, se obtiene que es defensiva, ya que su beta es menor a uno, $\beta = 0.509$

Número de observaciones 199 del año 1993.

	Coeficiente	Error estándar	Prueba t
BETA β	0.509	0.059	8.589
R^2	0.23		
R^2 ajustado	0.23		
Error estándar de la regresión	0.01		
Media de la variable dependiente	0.003		
Desviación estándar variable dependiente	0.01		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.04		
Durbin-Watson	1.73		

La prueba para un retraso nos da: ARCH Test:

F-estadístico 10.7321, Obs*R-cuadrada 10.2788.

Estos datos se obtienen del modelo adjunto:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2$$

la tabla

Número de observaciones: 198.

	Coeficiente	Error estándar	Prueba t
α_1	0.0001	0.00003	5.333
α_2	0.227	00.0695	3.275
R^2	0.0519		
R^2 ajustado	0.047		
Error estándar de la regresión	0.0004		
Logaritmo de la función de verosimilitud	1268.03		
Prueba de Durbin Watson	2.03		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.00003		
Prueba de significación estadístico F	1		
	10.7320		

Ahora, si se realiza para cinco retrasos se tiene:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2 + \alpha_3 e_{t-2}^2 + \alpha_4 e_{t-3}^2 + \alpha_5 e_{t-4}^2 + \alpha_6 e_{t-5}^2$$

ARCH Test: 5 retrasos.

F- estadístico 2.25546, Obs*R-cuadrada 10.9787

Número de observaciones: 194.

		Coficiente	Error estándar	Prueba t
Constante	α_1	0.0001	0.0000386	4.28
	$\alpha_2 \text{ RESID}(-1)^2$	0.164		2.278
	$\alpha_3 \text{ RESID}(-2)^2$	0.099	0.0723	1.431
	$\alpha_4 \text{ RESID}(-3)^2$	-0.112	0.069	-1.625
	$\alpha_5 \text{ RESID}(-4)^2$	0.090	0.0691	1.30
	$\alpha_6 \text{ RESID}(-5)^2$	-0.041	0.0692	-0.617
			0.0677	
R ²		0.0565		
R ² ajustado		0.031		
Error estándar de la regresión		0.0003		
Logaritmo de la función de verosimilitud		1257.5		
Prueba de Durbin Watson		1.992		
Suma de los cuadrados de los residuos		0.000026		
Prueba de significación, estadístico F		2.255460		

Note que los residuos mayores a dos no son significativos.

Haciendo este análisis para CEMEX serie A se tiene:

Número de observaciones: 199.

	Coficiente	Error estándar	Prueba t
β	1.089	0.04611	23.63
R^2	0.7369		
R^2 ajustado	0.7369		
Error estándar de la regresión	0.0117		
Logaritmo de la función de verosimilitud	603.30		
Prueba de Durbin Watson	1.845		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.0271		

Note que ahora hemos hallado que es un papel agresivo, ya que su beta es mayor a uno, $\beta = 1.089$, pero es en realidad “un papel del mercado” ($\beta = 1$).

La prueba a un rezago nos da: ARCH Test: F-estadístico 15.6327
Obs*R-cuadrada 14.6257.

Estos datos se generan del modelo adjunto:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2$$

Número de observaciones: 198.

	Coficiente	Error estándar	Prueba t
α_1	0.00009	0.0685	3.953
α_2	7	0.0685	3.958
R^2	0.270		
R^2 ajustado	0.0738		
Error estándar de la regresión	0.069		
Logaritmo de la función de verosimilitud	0.00021		
Prueba de Durbin Watson	5		
Suma de los cuadrados de los residuos	1392.56		
Prueba de significación estadístico F	2.09		
	0.000009		
	15.6327		

Si hacemos un lugar de un solo retraso proponemos dos rezagos, se obtienen los estadísticos,

F-estadístico 11.2551, Obs*R-cuadrada 20.4817.

Estos datos se generan del modelo adjunto:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2 + \alpha_3 e_{t-2}^2$$

Número de observaciones: 198.

	Coficiente	Error estándar	Prueba t
α_1	0.00008	0.00001	4.2
α_2	0.2248	9	3.182
α_3	0.177	0.0706	2.523
R^2	0.103	0.0704	
R^2 ajustado	0.094		
Error estándar de la regresión	0.000212		
Logaritmo de la función de verosimilitud	1388.28		
Prueba de Durbin Watson	1.96		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.0000087		
Prueba de significación, estadístico F	11.255		

Haciendo, por último, el mismo análisis ahora para la emisora TELMEX se tiene que:

Número de observaciones: 199.

	Coficiente	Error estándar	Prueba t
β	0.894	0.024	36.18
R^2	0.868		
R^2 ajustado	0.868		
Error estándar de la regresión	0.0062		
Logaritmo de la función de verosimilitud	727.27		
Prueba de Durbin Watson	1.66		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.0077		

TELMEX L obtiene una beta de 0.894 por lo cual es defensiva, al pasar directamente a su análisis de ARCH, aunque los resultados (note el Durbin Watson) sugieren tomar un modelo con retrasos, se obtiene:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2 \text{ para un retraso}$$

F-estadístico 2.35490 Obs*R-cuadrada 2.35069.

Número de observaciones: 198.

Si ahora se proponen tres retrasos tenemos:

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 e_{t-1}^2 + \alpha_3 e_{t-2}^2 + \alpha_4 e_{t-3}^2$$

ARCH Test: 3 retrasos F-estadístico 0.83086 Obs*R-cuadrado 2.51190

Número de observaciones: 198.

	Coficiente	Error estándar	Prueba t
α_1	0.000034	0.0000059	5.9
α_2	0.109	0.071	1.53
R^2	0.0118		
R^2 ajustado	0.0068		
Error estándar de la regresión	0.000073		
Logaritmo de la función de verosimilitud	1604.76		
Prueba de Durbin Watson	2.005		
Suma de los cuadrados de los residuos	0.000001		
Prueba de significación, estadístico F	2.354		

No repetiremos las operaciones, pero es claro que estas ARCH-Betas tienen más valor que los betas homocedásticas y se usan de la misma manera, que fue señalado anteriormente, para formular una cartera agresiva o defensiva.

Cambios en la legislación financiera 1975-1995

*Martín Hugo Esparza Valdivia**

EL PRESENTE artículo se ocupa de las mutaciones en la normatividad financiera del Sistema Financiero Mexicano, en un periodo de dos décadas que vieron su acelerada transformación, lo que provocó una profusa actividad legislativa en la materia.

El artículo 7-B, fracción III, de la Ley del Impuesto sobre la Renta; reformado el 20 de diciembre de 1991, señala que el Sistema Financiero se compone de las instituciones de crédito, de seguros y fianzas, de almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, sociedades de ahorro y préstamo, uniones de crédito, empresas de factoraje financiero, casas de bolsa y casas de cambio, sean residentes en México o en el extranjero.

Para efectos de análisis hemos dividido el período en tres partes. La primera de 1975 a 1982, que se caracteriza por un Estado fuerte, interventor en la economía, una política de crecimiento inflacionario, un modelo de sustitución de importaciones y la exportación basada, prácticamente, en el petróleo.

La segunda de 1982 a 1988, en la que aparecen grupos financieros que pugnan por ocupar espacios de los que fueron desplazados

** Profesor-investigador del Departamento de Derecho, DCSH, UAM-A.*

por la nacionalización bancaria, apareciendo las Casas de Bolsa que tendrán una importancia creciente a lo largo del sexenio, no obstante la reprivatización parcial de la banca. Es un período de un fugaz auge bursátil, con una inflación incontrolada hasta 1987, en donde se inicia la apertura de la economía, en que el Estado ve reducida su autonomía relativa.

Por último, la tercera etapa, de 1988 a 1995. En ella se reprivatiza definitivamente el servicio de banca y crédito, fortaleciéndose los grupos financieros, el gobierno emprende un programa de control de la inflación y estabilización de las principales variables económicas, con una adecuación del marco regulatorio de la actividad económica nacional, cuya reforma más trascendente la constituye el otorgamiento de la autonomía al Banco de México.

I. 1975-1982

La Ley del Mercado de Valores fue publicada el 2 de Mayo de 1975 y entró en vigor al día siguiente, abrogando el decreto que creó el organismo autónomo denominado Comisión Nacional de Valores del 11 de febrero de 1946, su reglamento del 2 de junio de 1946, Reglamento especial para el ofrecimiento al público de valores no registrados en la Bolsa de 15 de Enero de 1947 y la Ley de la Comisión Nacional de Valores del 30 de diciembre de 1953.

– Esta Ley regula la oferta pública de valores, la intermediación en el mercado de éstas, las actividades de las personas que en él intervienen, el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las autoridades competentes, en materia de mercado de valores y la sana competencia.

Aparecen los siguientes conceptos fundamentales:

Oferta Pública: Es aquella que se hace por algún medio de comunicación masiva o persona indeterminada para suscribir, enaje-

nar o adquirir títulos o documentos, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito de propiedad o de participación en el capital de las personas morales.

Valores: Son las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa.

Intermediación: Se considera como tal:

- a) Las operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores.
- b) Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros, respecto de las cuales se haga oferta pública. Sólo podrán realizarla personas físicas o morales inscritas en la Sección de intermediarios y financieros.

El órgano aplicador y único interpretador de este ordenamiento es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Para inscribirse en la sección de valores correspondiente, deberá mediar una previa solicitud del emisor y que éstos tengan una circulación amplia en relación con la magnitud del mercado y que tenga solvencia y liquidez; cuando no se cumpla con alguno de estos requisitos o dejen de cumplirse, la Comisión Nacional de Valores, oyendo la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, podrá cancelar total o temporalmente la licencia para constituirse en intermediario financiero, previo derecho de audiencia que se otorgue al afectado.

Cualquier persona física o moral podrá inscribirse en el Registro Nacional de Valores, con excepción de los Bancos de depósito o sociedades financieras.

Por agente de valores se entiende a la persona que con esa

calidad pueda actuar como intermediario en operaciones con valores, recibir fondos por concepto de dichas operaciones y prestar asesoría en materia de valores.

Bolsa de Valores; es la encargada de facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado de valores. Se requiere la concesión otorgada discrecionalmente por SHCP oyendo la opinión del Banco de México y de la Comisión Nacional de Valores. Además deberá constituirse como Sociedad Anónima de Capital Variable y estar sujeta a la Ley General de Sociedades Mercantiles. Cada Bolsa de Valores está facultada para emitir su propio reglamento interno.

La Comisión Nacional de Valores, es el organismo encargado de regular el Mercado de Valores y vigilar la observancia de la Ley. Sus funciones son de inspección y vigilancia, así como dictar medidas y disposiciones relativas al Mercado de Valores.

Sus principales órganos son:

La Junta de Gobierno, integrada por 9 vocales, designados por SHCP, Banco de México, NAFINSA y la Comisión Nacional Bancaria.

La presidencia de la Comisión, cuyas principales funciones son la administración de la misma, representarla y ejecutar los acuerdos de la Junta de Gobierno.

El Comité Consultivo, integrado por 5 miembros, designados en su mayoría por la Asociación de Banqueros de México, la CONCANACO y la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros; su presidente será el mismo que el de la Comisión.

Por último, esta ley establecía una serie de infracciones y multas a quienes incumplan con los lineamientos que establecía: multas que no podían exceder de un millón de pesos, la cancelación de la licencia y prisión de uno a diez años, según la gravedad del asunto.

Las reformas del 12 de mayo de 1978, adicionó el artículo 1º de la Ley, especificando cuales son los servicios comprendidos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios Financieros.

Se reforma la fracción IX del artículo 41, referente a las facultades de la CNV en el sentido de que se le quitan facultades de autorización y únicamente se le dejan funciones de inspección, lo que es más acorde a la naturaleza jurídica de dicha comisión.

Se crea el Instituto Nacional para el Depósito de Valores, como respuesta a la gran demanda y al escaso control que tenía el gobierno sobre este rubro de la economía. Así, se adiciona un capítulo sexto a la Ley, el cual consta de 33 artículos que regulan el funcionamiento de este nuevo organismo.

La Ley Orgánica de la Nacional Financiera, S. A., fue publicada el 2 de enero de 1975. Esta Ley deroga la anterior Ley Orgánica del 30 de diciembre de 1940, así como sus reformas del 30 de diciembre de 1947.

NAFINSA tiene por principales tareas: Promover, encauzar y coordinar la inversión de capitales en la organización de transformación y fusión, de toda clase de empresas industriales. Actuar como agente financiero y consejero en la emisión y operaciones en general de valores públicos, a solicitud de la administración pública. Ser agente financiero del sector público federal en lo relativo a la negociación, contratación y demás operaciones relativas a créditos del exterior. Actuar como promotor del mercado de valores a fin de canalizar recursos que permitan alcanzar los objetivos de esta Ley. Operar como sociedad financiera y fiduciaria. Realizar las operaciones de banca de depósito, de ahorro y de crédito hipotecario. Obtener concesiones para el aprovechamiento de recursos naturales que deberá aportar a empresas. Administra por cuenta propia o ajena, toda clase de empresas o sociedades.

Otras facultades que posee son las relativas a: ser la exclusiva depositaria de las sumas en efectivo y de los títulos o valores que secuestren las autoridades judiciales o administrativas. También deberán hacerse en NAFINSA, los depósitos para el otorgamiento de la suspensión del acto reclamado en los juicios de amparo, así como

en general de los depósitos de garantía que deban constituirse, conforme a las disposiciones de las leyes federales.

El capital social y régimen de NAFINSA será el que acuerde la asamblea general extraordinaria de accionistas, y en ningún momento podrán participar en forma alguna en el capital de esta sociedad, gobiernos o dependencias oficiales extranjeras. El capital social de NAFINSA, estará representado por dos series de acciones de igual valor; la serie "A", nominativa, sólo podrá ser titular el gobierno federal, cuyo monto nunca será inferior al 51% del capital social; y la serie "B", al portador, que podrá ser suscrita libremente, con excepción de las que la SHCP obliga a suscribir como sociedades financieras o de inversión, bolsas de valores y las compañías de seguros, de fianzas y bancos de capitalización.

La Ley General de Deuda Pública (D.O.F. 31 de diciembre de 1976, en vigor desde el 1° de enero de 1977). Esta Ley ocupa el lugar que tenía la Comisión Especial de Financiamiento Exterior, que reglamentaba la Ley Orgánica de NAFINSA en su artículo 26, cuya función consistía en asesorar al Secretario de Hacienda en las políticas generales y en la autorización del endeudamiento externo que contratara el sector público federal.

El Congreso de la Unión es quien autorizará los montos del endeudamiento directo neto, tanto interno como externo. Serán la base para la contratación de los créditos necesarios para el financiamiento del presupuesto federal.

El Poder Ejecutivo y sus dependencias sólo podrán contratar financiamientos a través de la SHCP, que vigilará la capacidad de pago de las dependencias.

Se creó la Comisión Asesora de Financiamientos Externos, como órgano técnico auxiliar de consulta de la SHCP en materia de crédito externo.

La Ley General de Instituciones de Seguros, reformada el 7 de enero de 1981, establece que la SHCP será el órgano encargado

de adoptar las medidas relativas a la creación y funcionamiento de las instituciones nacionales de seguros.

En materia de actividad aseguradora, se prohíbe a toda persona física o moral distinta a las señaladas, la práctica de cualquiera operación activa de seguros en territorio mexicano; se prohíbe contratar con empresas extranjeras.

Son organizaciones auxiliares de seguros los consorcios formados por instituciones de seguros concesionadas, con objeto de prestar a cierto sector de la actividad económica un servicio de seguros de manera habitual, a nombre y por cuenta de dichas instituciones aseguradoras, o celebrar en representación de las mismas, los contratos de reaseguro o coaseguro necesarios para la mejor distribución de los riesgos.

Con respecto a la Ley Federal de Instituciones de Fianzas, reformada el 29 de diciembre de 1981, señala en su artículo 1º que son Instituciones de Fianzas, las empresas que tengan por objeto otorgar fianzas a título oneroso. Se consideran organizaciones auxiliares de crédito, por lo que en defecto de ésta Ley, les será aplicable la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

Las instituciones de fianzas deberán ser constituidas como sociedades anónimas de capital fijo (art. 15).

La reforma a la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, del 30 de diciembre de 1981, establece que las arrendadoras financieras para poder operar deberán registrarse ante la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y quedarán sujetas a su vigilancia.

Por virtud del contrato de arrendamiento, la arrendadora financiera se obliga a adquirir determinados bienes y a conceder su uso o goce temporal, a plazo forzoso, a una persona física o moral, obligándose ésta a pagar como contraprestación, que se liquidará en pagos parciales, según se convenga, una cantidad en dinero determinada o determinable, que cubra el valor de adquisición de

los bienes, las cargas financieras y los demás accesorios, y a adoptar al vencimiento del contrato alguna de las opciones terminales a que se refiere la Ley.

II. 1982-1988

El 1º de septiembre de 1982, se emite el decreto que establece la nacionalización de la banca privada y el control generalizado de cambios. En el artículo primero se señala que por causas de utilidad pública se expropiarán a favor de la Nación las instalaciones, edificios, mobiliario, equipo, oficinas, cajas, activos, bóvedas, sucursales, agencias, inversiones, acciones o participaciones que tengan en otras empresas, valores de su propiedad, derechos y todos los demás muebles e inmuebles de las instituciones de crédito privadas, a las que se les haya otorgado concesión para la prestación del servicio público de banca y crédito.

El Ejecutivo Federal, por conducto de la SHCP, previa entrega de las acciones y cupones por parte de los socios de las instituciones, pagará la indemnización respectiva.

El 29 de noviembre de 1982, se reforma el artículo 1º de la Ley Orgánica del Banco de México y se crea un organismo público descentralizado de la Administración Pública Federal, con personalidad jurídica y patrimonio propios, que se denominará Banco de México, que será el Banco Central y de emisión único de la Nación.

El 10 de diciembre de 1982, se da un decreto de control de cambios, que deroga el decreto que establece el control generalizado de cambios publicado el 1º de septiembre de 1982. En él se establece que en la República Mexicana funcionarán, simultáneamente, dos mercados de divisas, uno sujeto a control y otro libre.

Los conceptos controlados del mercado de divisas son:

- La exportación de mercancías que efectúe cualquier persona física o moral.
- Los pagos que efectúen las empresas maquiladoras.
- Las importaciones de mercancías y los productos comprobables asociadas a éstas, pagaderas en el extranjero.
- Los gastos correspondientes al Servicio Exterior Mexicano y las cuotas y aportaciones por la participación de México en organismos internacionales.
- Los que mediante reglas de carácter general y atendiendo a su importancia para la economía nacional, determine la SHCP a propuesta del Banco de México.

El 31 de diciembre de 1982 se expide la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito. En ella se establece que el servicio de banca y crédito quedan instituidas como Sociedades Nacionales de Crédito.

Las SNC serían instituciones de derecho público y tendrán personalidad jurídica y patrimonio propios.

El 28 de diciembre de 1983, se reforma la Ley del Mercado de Valores. Se señala que el régimen que establece la Ley para los valores y actividades realizadas con ellos, también será aplicable a los documentos que otorguen a sus títulos derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales, así como a otros documentos que por sus características sean susceptibles de ofrecerse al público y que, mediante disposiciones de carácter general, señale la SHCP, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores, cuando respecto de uno y otros se realice oferta pública.

El artículo 16 bis establece que las personas que por su posición respecto de sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o del mercado de valores en general, tengan acceso a información privilegiada relativa a dichas sociedades en particular, deberán abstenerse de efectuar operaciones con cualquier clase de valores emitidos por la misma sociedad

en beneficio propio o de terceros, mientras la citada información no sea divulgada entre el público inversionista.

En la misma fecha que mencionamos anteriormente, se expide la Ley Reglamentaria de la Fracción XIII bis del Apartado B del artículo 123 constitucional, que regularía las relaciones laborales de los trabajadores al servicio de instituciones que presten el servicio de banca y crédito, Banco de México y Patronato del Ahorro Nacional.

El 14 de diciembre de 1983, decreto que reforma el artículo 23 bis de la Ley Orgánica del Banco de México, en donde se faculta al Ejecutivo Federal, cuando sea conveniente a la economía nacional, para expedir decretos que establezcan un régimen de control de cambios. Determinándose que a través de esos decretos podrá prohibir o restringir las importaciones, exportaciones o el comercio dentro de la República.

El Ejecutivo Federal someterá a la aprobación del Congreso de la Unión, el uso que hubiere hecho de estas facultades a través de un informe.

Menciona que el Banco de México estará facultado para fijar tipos de cambio para operaciones con divisas.

El 16 de enero de 1984, se publican las Reglas Básicas para la operación de las arrendadoras financieras concesionadas. Se deberá obtener información sobre la solvencia moral y económica de las personas con quienes efectúan operaciones de arrendamiento o les otorgan préstamos.

Las arrendadoras financieras podrán practicar como operación análoga el arrendamiento puro sobre bienes, que originalmente hubieren sido destinados al arrendamiento financiero.

El 31 de diciembre de 1984 se publica la Ley Orgánica del Banco de México, éste informará trimestralmente al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, del movimiento diario que hayan tenido, durante dicho lapso, el financiamiento interno del propio Banco y la cuenta general que lleva a la Tesorería de la Federación.

El Banco contará con una reserva de activos internacionales, que tendrá por objeto procurar la compensación de desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país.

El Banco señalará los renglones de activo en los que las instituciones de crédito deban invertir el importe de su pasivo exigible, con excepción de aquel que el propio Banco no considere computable.

El ejercicio de las funciones del Banco de México y la administración del mismo estarán encomendadas a una Junta de Gobierno, a una Comisión de Crédito y Cambios y a un Director General.

La Junta de Gobierno se integrará por once miembros propietarios y sus suplentes. La Comisión de Crédito y Cambios estará integrada por el Secretario de Hacienda, los subsecretarios de dicha dependencia que sean miembros, propietario y suplente, de la Junta de Gobierno, el Director General del Banco, su suplente y el director general adjunto de la institución.

El 14 de enero de 1985, se publica en el Diario Oficial de la Federación, la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, que abroga a la publicada en 1982.

Expresa que el servicio público de banca y crédito será prestado exclusivamente por instituciones constituidas como Sociedades Nacionales de Crédito, las cuales serán:

Instituciones de Banca Múltiple.

Instituciones de Banca de Desarrollo.

El capital de las SNC está representado por títulos de crédito regidos por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, a los que se denominará Certificados de Aportación Patrimonial (CAPS), son nominativos y se dividen en serie A y B; la "A" representa el 66% del capital y será suscrita por el gobierno federal, y la "B" representa el restante 34%.

No podían participar en el capital personas extranjeras, ni sociedades mexicanas que no tengan cláusula de exclusión directa e indirecta de extranjeros.

La Ley de Sociedades de Inversión, publicada el 14 de enero de 1985, reformada y adicionada el 31 de diciembre de 1986, define a las Sociedades de Inversión: como aquellas que tienen por objeto la adquisición de valores y documentos, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista. Con esta medida se daba la posibilidad a personas físicas para que adquirieran acciones de sociedades anónimas constituidas, que requerían de capital para seguir operando; mismo que les sería proporcionado por los pequeños inversionistas y a cambio de ello, estos últimos tendrían utilidades en función de las ventas y productividad de la misma empresa .

Estas sociedades pueden ser:

- I. Sociedades de inversión comunes.
- II. Sociedades de inversión de renta fija, las cuales por decreto que reforma, adiciona y deroga diversas disposiciones de la Ley de Sociedades de Inversión, publicada el 28/12/92, son consideradas como: Sociedades en instrumento de deuda, y
- III. Sociedades de inversión de capital de riesgo, suprimiendo el término riesgo por reforma del 31/12/86, al considerarse que la situación financiera de las empresas sería distinta con la implementación de tales medidas.

Las sociedades de inversión deben constituirse como sociedades anónimas de conformidad con lo dispuesto por la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Según la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, publicada el 14 de enero de 1985, reformada y adicionada el 26/12/86, se consideran organizaciones auxiliares del crédito a:

Almacenes Generales de Depósito;

Arrendadoras Financieras;

Uniones de Crédito, y las demás que otras leyes consideran como tales.

Los Almacenes Generales de Depósito, tienen como actividad recibir mercancías en depósito. Son organizaciones auxiliares de crédito autorizadas, en términos de ley, para prestar el servicio de almacenamiento, guarda y custodia o conservación de mercancías, así como la expedición de certificados de depósito y bonos de prenda (art. 11).

El artículo 4º de la Ley, considera la compraventa de divisas como actividad auxiliar de crédito y por tanto, al establecerla se regula el funcionamiento de las casas de cambio.

El artículo 12 de la LGOAAC establece la existencia de dos tipos de almacenes:

- I. Destinados a graneros o depósitos especiales para semillas y demás frutos o productos agrícolas, industrializados o no.
- II. Destinados al régimen de depósito fiscal (Figura muy utilizada en la práctica, sobre todo en operaciones de importación (impuesto ad valorem, IVA).

Las Uniones de Crédito, son aquellas organizaciones auxiliares de crédito, autorizadas y constituidas conforme a la ley, para prestar servicio de banca y crédito, en las actividades a las que se dediquen sus miembros. Su objeto es facilitar el uso de crédito a sus socios y ser aval o garante para conseguir el crédito de otra organización.

Por ello se llaman Bancos de Circuito Cerrado, pues son creados para apoyarse entre grupos de la misma rama de actividad (Ganaderos, agricultores, comerciantes, etc.).

Puede recibir recursos de sus socios, pudiendo ser Instituciones de crédito y emitir títulos de crédito para colocarlos entre el público

inversionista, así como practicar operaciones de descuento y pre-
tamo.

El 26/12/86 es publicada la Ley Orgánica de Nacional Financiera, en continuidad a la política financiera implantada a partir 1982, con la estatización bancaria y las reformas al artículo constitucional y a la aprobación de su Ley Reglamentaria d 31/12/82, hicieron impensable que los particulares continuara ejerciendo sus funciones de banca a través de la concesión que otorgaba el gobierno federal por medio de la SHCP, tal como estaba haciendo, sino por el contrario, fueron expropiados y más aún, prohibieron en definitiva su ejercicio como Banca privada pues la única posibilidad de participar en la actividad financiera del Estado, sería como socios en la integración del capital social las entidades que se llamarían: Sociedades Nacionales de Crédito Instituciones de Banca Múltiple, hasta en un 34% del mismo (medida adoptada por MMH para evitar las presiones que al gobierno le estaban produciendo los banqueros afectados).

Sin embargo, la Ley de 1982 sólo se ocupaba de la naturaleza jurídica de las Instituciones de Crédito, por lo tanto la Ley de 1941 aún tenía aplicabilidad en las operaciones de la Banca, Banca Pública e Instituciones Auxiliares.

Es así como coexisten:

Sociedades Nacionales de Crédito, antes Banca Privada, y Instituciones Nacionales de Crédito, bancos en poder del Estado desde antes de producirse la estatización bancaria.

Para 1985 se amalgaman la leyes de 1941 y 1982, para dar origen a la Ley del Servicio Público de Banca y Crédito, donde se señala que de manera armónica todas serán Sociedades Nacionales de Crédito, las que se dividirán en: SNC-Instituciones de Banca Múltiple y SNC -Banca de Desarrollo, donde se combinan elementos de carácter mercantil y elementos de carácter público controlados por este rubro pertenece Nacional Financiera.

NAFINSA tiene por objeto promover el ahorro y la inversión,

como canalizar apoyos financieros y técnicos al fomento industrial, cuya finalidad es el desarrollo económico nacional y regional del país, y su duración se entenderá indefinida.

III. 1988-1995

La reforma a la Ley Federal de Instituciones de Fianzas del 3 de enero de 1990, expresa en el artículo 1o., que se aplicará a las Instituciones de Fianzas, cuyo objeto será otorgar fianzas a título oneroso y prohíbe a personas distintas no autorizadas a hacerlo, hay una prohibición a contratar con empresas extranjeras.

La Ley de Mercado de Valores fue reformada, adicionada y derogada durante el período 1985-1990, en cuatro ocasiones.

Las reformas del 8 de febrero de 1985 amplían el régimen de aplicación a documentos y valores, ahora se aplicará no sólo a los valores y actividades realizadas, sino también a los títulos de crédito y a los documentos que sean objeto oferta pública, o de intermediación en el mercado de valores que den a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales.

La sola inscripción de una sociedad en la sección de intermediarios del Registro Nacional de Valores e intermediarios, da a ésta la calidad de casa de bolsa.

Las Casas de Bolsa son locales, pero tendrán el carácter de nacional, cuando se den los tres supuestos que la Ley prevé en el artículo 21, casos que interviene el gobierno federal directamente, o a través de organismos descentralizados o que el gobierno nombre a los miembros del Consejo de Administración.

Las adiciones del 27/12/85 a la Ley más relevante, son las que expresan la forma en que las casas de bolsa deberán registrar los contratos y operaciones que realicen en la forma en que ellos lo prefieran, incluso pueden microfilmear los libros y

registros; la contabilidad debe ser conforme lo marca el Código de Comercio.

El 31/12/86 se incluye el reporto y la forma en que ha de ser operado en adelante por las casas de bolsa, entre otras cosas, la ley menciona que se podrán celebrar reportos sobre valores.

El decreto de reformas, adición y derogación fue de los más profundos ya que se reformaron cerca de 40 artículos, se refieren a que la CNV podrá establecer disposiciones generales, que den certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que correspondan a los tenedores de los títulos. Respecto al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, será público y se formará con tres secciones: la de valores, la de intermediarios y la especial, estará a cargo de la CNV; sigue siendo materia de oferta pública sólo los documentos inscritos en la sección de valores y se considera ya, la oferta pública en el extranjero, de valores emitidos en México o por personas morales mexicanas, siempre y cuando estén inscritos en la sección especial.

Las reformas a la LMV del 18/07/90 fueron mínimos pero significativos, en este decreto se establece por primera vez que la SHCP autorizará la inversión del capital extranjero, en el capital social de las casas de bolsa, sin exceder en un 30% y la inversión individual extranjera no podrá exceder en un 10% de acciones representativas, pero le aplican la cláusula calvo, al prever que a los inversores extranjeros se les considerará como mexicanos y no podrán invocar la protección de sus gobiernos, en caso contrario perderán su inversión en beneficio de la nación mexicana. Las casas de bolsa que no constituyan grupos financieros podrán, con autorización de la SHCP, adquirir representaciones del capital de almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, utilizar denominaciones iguales o semejantes, actuar de manera conjunta y ofrecer servicios complementarios, todo lo anterior con el fin de adecuar las casas de bolsa al mercado financiero mexicano.

En 1990 se reprivatiza la banca mexicana y se realiza la renego-

ciación de la deuda externa. Aún cuando no se había perfeccionado este proceso, el 4 de febrero se firmaron acuerdos entre bancos acreedores y gobierno, y de esta forma comenzó la modificación de la legislación financiera y de la Carta Magna, para poder permitir la participación mayoritaria del capital privado en los bancos.

El 2 de mayo de 1990 se envió una iniciativa del Ejecutivo para la modificación de los artículos 28 y 123 constitucionales. Su objetivo era ampliar de los sectores privado y social en el capital bancario, proceso que culminó el 27 de junio. Al día siguiente se envió un nuevo paquete de leyes financieras al Congreso, en éste se incluían la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley para regular las agrupaciones financieras y un decreto por el cual se modificaron y adicionaron diversas disposiciones de la Ley de Mercado de Valores. El 18 de julio se publicaron estas propuestas en el Diario Oficial, de esta manera se estaba cambiando el régimen de Derecho Público por el de Derecho Privado en las leyes bancarias.

Al momento de realizarse estos cambios existen tres agrupaciones de la Banca Múltiple en México:

A) Las de Cobertura Nacional:

- Banamex
- Bancomer
- Serfín
- Comermex
- Banco Internacional
- Banco Mexicano Somex

B) Las de Cobertura Multiregional:

- Banco del Atlántico
- Banca Cremi
- Banco B.C.H.
- Confía

Multibanco Mercantil de México
Banpaís

- C) Las de Cobertura Regional:
- Banco Mercantil del Norte
 - Banco del Centro
 - Banca Promex
 - Banco del Noroeste
 - Banco de Oriente

Las reformas a la Ley de Instituciones de Crédito de 18/07/90, 09/06/92, 16/06/92, 23/07/93 y 14/10/94, señalan las características del capital de los bancos múltiples:

- I. 51% del capital en acciones serie "A", únicamente para personas físicas mexicanas, las controladoras de las agrupaciones financieras, el Gobierno Federal, los bancos de desarrollo o el fondo bancario de protección al ahorro.
- II. Un máximo del 49% del capital en acciones serie "B", adquiridas además de las personas e instituciones señaladas, por personas morales mexicanas en cuyos estatutos tenga cláusula de exclusión de extranjeros, por instituciones de fianzas y seguros, y por fondos de pensiones o jubilaciones de personal complementarios a los establecidos por la Ley del Seguro Social.
- III. Un máximo del 30% en acciones de serie "C", que pueden ser adquiridas por personas extranjeras, siempre y cuando no sean dependencias oficiales ni representen de ningún gobierno.

El máximo de tenencia permisible por persona en lo general es del 5%, se puede ampliar al 10% con autorización de la SHCP. De

ésta restricción se exceptúan a las controladoras de agrupaciones financieras, al Fondo Bancario de Protección al Ahorro. Así, los inversionistas institucionales podrán tener hasta el 15%, el Gobierno Federal y los Bancos Múltiples o accionistas de bancos múltiples cuando éstos vayan a ser fusionados.

El 3 de enero de 1990 se publica en el Diario Oficial, la definición de factoraje financiero y se dan las bases para la institucionalización de este tipo de empresas.

Una empresa de factoraje (factor), compra a un cliente (cedente), que a su vez es proveedor de bienes y servicios, su cartera (clientes, facturas, listados, contrarecibos), después de hacerle un estudio de crédito. El cedente debe notificar lo anterior a sus clientes, para que el pago se haga al factor, el objetivo de esto es lograr liquidez, un aumento en el capital de trabajo.

El trabajo de la empresa de factoraje que aparentemente es sencillo, puede tener cuando menos dos problemas:

1. Está comprobado el riesgo de no poder cobrar por morosidad de los clientes.
2. Está ocasionando problemas a los clientes del cedente pues los pagos deben ser hechos al factor, lo cual ocasiona problemas administrativos sino que aparentemente fiscales.

Para reducir estos problemas, la operación de factoraje se realiza a través del factoraje con recurso, mismo en el que el factor realiza una compra condicionada al cedente al participarle un porcentaje en la cartera "vendida" o cedida. Al vencimiento de la cartera cobra el total al cliente y reembolsa el remanente no anticipado. Si no logra el cobro, el cedente tiene la obligación de liquidar el importe, de esta forma se reduce el riesgo.

En el Diario Oficial de la Federación del 23 de diciembre de 1993, se decretaron varias leyes financieras que actualizaban la apertura

económica del país. Esto se observó claramente en la Ley para regular a las Agrupaciones Financieras, que estableció que los grupos financieros deben estar conformados por una sociedad controladora y por alguna de las siguientes entidades:

- Almacén General de Depósito.
- Arrendadora Financiera.
- Empresas de Factoraje.
- Casas de Cambio.
- Institución de Fianzas.
- Instituciones de Seguros, entre otras.

El grupo podrán formarlo cuando menos dos tipos de las entidades financieras siguientes:

- Institución de Banca Múltiple.
- Casa de Cambio.
- Institución de Seguros.

En caso de que no se incluyan a dos de las mencionadas, deberá contar con tres tipos de entidades financieras dentro de las que no se considerará a la sociedad operadora de Sociedad de Inversión.

La Ley pone énfasis en la autorización de la SHCP para que cualquier grupo de personas adquiera, directa o indirectamente, el control de una sociedad controladora.

El control se define cuando este grupo de personas tiene el 30% o más, o el control de la asamblea general de accionistas está en posibilidad de nombrar a los miembros del consejo de Administración o establece el control por cualquier otro medio.

Otro aspecto importante que se modificó en esta Ley, y todas las referentes al Sistema Financiero Mexicano, fue la adición de un capítulo que hace referencia a las filiales de instituciones financieras del exterior.

Por filial se entiende a la sociedad mexicana autorizada para organizarse y operar conforme a la Ley correspondiente, como cualquiera de las entidades financieras mencionadas.

Define a la sociedad controladora filial, como aquella sociedad mexicana constituida como grupo financiero, en cuyo capital participa una sociedad Financiera del Exterior; con 99% del capital. Define a la Institución Financiera del Exterior como; la entidad financiera constituida en un país con el que México haya celebrado un tratado o acuerdo internacional en virtud del cual se permita el establecimiento de filiales en México.

Las disposiciones aplicables a las filiales son:

Tratados o acuerdos internacionales.

Lo dispuesto en la Ley.

Las reglas expedidas por la SHCP.

Con estas modificaciones se suprimió el concepto de que se preservaría el control de la banca en manos de mexicanos, y aparecerá más competencia tanto mexicana como extranjera para los intermediarios extranjeros existentes.

El 4 de enero de 1990, con el propósito de distinguir el tratamiento relativo a la intermediación con valores extranjeros, se estableció que en los casos de intermediación de valores extranjeros, éstos podrían cotizarse a través de un nuevo mecanismo denominado Sistema Internacional de Cotizaciones, establecido por la Bolsa de Valores. Dichos valores no deben estar inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, los emisores deben recibir los reconocimientos señalados por la CNV y que se satisfagan los requisitos determinados por el reglamento interior de la Bolsa de Valores.

Para 1992, el objeto de las Casas de Bolsa se amplió con el fin de que proporcionarán al público información sobre los valores lista-

dos en el Sistema Internacional de Cotizaciones, sobre los emisores y las operaciones que en ellas se realicen.

En las reformas a la Ley en 1994, las instituciones para depósito de valores, cumplen una función trascendente en el mercado y son pieza vital en la interrelación operativa con el exterior, por lo que sus funciones abarcan a los valores extranjeros objeto del régimen establecido en la Ley del Mercado de Valores.

Para 1995 el nuevo esquema se dio en materia de compra de acciones, y se prevé que la operación sea realizada con cargo al capital social, afectando una reserva proveniente de las utilidades netas en caso de que el precio de adquisición exceda el valor nominal o teórico de las acciones.

En cuanto a las Casas de Bolsa; se abre la posibilidad de que puedan adquirir acciones propias cuando sean emisoras en el mercado, agregándose a las reglas que debe observar cualquier otra sociedad que tenga el mismo carácter.

Se incorporó a la Ley, la prohibición general de que la clientela inversionista ordenase la concertación de operaciones de simulación, así como cualquiera otra contraria a las leyes.

Finalmente, cabe destacar la Ley del Banco de México (D.O.F., 23 de diciembre de 1993), cuyo artículo 1º estipula que el Banco Central será persona de derecho público con carácter autónomo y se denominará Banco de México.

Tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. Tendrá como objetivo prioritario: procurar la capacidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco proveer el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos.

El ejercicio de las funciones y de la administración del Banco de México, estarán encomendados a una Junta de Gobierno, integrada por cinco miembros; un gobernador escogido por el Ejecutivo Federal; además de otros miembros denominados subgobernado-

res y un auditor externo que examinará y dictaminará los estados financieros del banco.

CONCLUSIONES

La Legislación Financiera en el período 1975-1995 se convierte en uno de los mecanismos nodales del Estado para dar cauce a la actividad económica, que no obstante atravesar por ciclos de crisis, sufre mutaciones que alteran definitivamente el rostro del Sistema Financiero.

De un incipiente mercado de valores en 1975 se pasa a un mercado bursátil efervescente en 1987, con Casas de Bolsa con un gran dinamismo y que desempeñan el papel de intermediarios financieros con suma agilidad.

Nuevas formas de la actividad financiera como el arrendamiento financiero y el factoraje, son normativizadas y su irrupción en la legislación financiera rápidamente es asimilada por el sistema que las utiliza con creciente provecho, facilitando una serie de nuevas operaciones.

De las leyes contempladas, se observa que la legislación mexicana en materia financiera busca siempre adecuar las leyes a la realidad, que fueran concordantes con ésta y evitar que una rebase a la otra, por ejemplo en el caso de la Ley del Mercado de Valores y de las Casas de Bolsa, fueron continuos los decretos que establecieron modificaciones a dichas leyes durante dicho período.

Durante este tiempo, la política implementada por las administraciones en turno, trató por todos los medios de incentivar la inversión interna y de atraer capital extranjero.

Con el fin de cumplir con ello, el gobierno buscó facilitar a los inversionistas algunos renglones financieros, y para ello modificó el régimen jurídico que prohibía la participación de los extranjeros en el capital de instituciones y sociedades, incluyó la Cláusula

Calvo, y en otros casos se pasó de la complicada concesión a la simple autorización, tal es el caso de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, que en 1985 requería concesión y para 1986, en el primer decreto se modifica la forma de su constitución, pasando sólo a requerir autorización.

Una reforma de especial relevancia la constituye la Autonomía del Banco de México, con lo que esta institución se pone a la par de sus homólogos los Bancos centrales de otros países, con el objeto de dar disciplina y solidez a la política monetaria.

Los cambios fueron en los objetivos y las formas para insertar la economía en el marco global, con el propósito de adecuar el orden jurídico a las necesidades de un Sistema Financiero nuevo y en constante transformación.

BIBLIOGRAFÍA

Ley del Impuesto sobre la Renta.

Ley del Mercado de Valores.

Ley Orgánica de la Nacional Financiera.

Ley General de Deuda Pública.

Ley General de Instituciones de Seguros.

Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

Decreto que establece la Nacionalización de la Banca Privada y el control generalizado de cambios.

Ley Orgánica del Banco de México.

Decreto de Control de Cambios.

Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.

Ley Reglamentaria de la fracción XIII bis del Apartado B del artículo 123 constitucional.

Decreto que reforma el artículo 23 bis de la Ley Orgánica del Banco de México.

Reglas básicas para la operación de las arrendadoras financieras concesionadas.

Ley de Sociedades de Inversión.

Ley de Instituciones de Crédito.

Ley para regular a las Agrupaciones Financieras.

Ley del Banco de México.

- Ordenar las fechas de vencimiento de manera vertical.
- Cancelar con el sello de "DEVUELTO" la fecha de vencimiento a la entrega del libro

UAM
HG664
L4.27

2895116

Lecturas de politica mone



2895116



En la reestructuración de la economía mexicana y los cambios del entorno internacional, la importancia del sector monetario y financiero es cada vez más evidente y determina el desempeño de la economía y la forma de insertarse de ésta en el mercado mundial. Los cambios más radicales en las economías nacionales y en la economía mundial en su conjunto se presentan precisamente en el terreno monetario y financiero. La globalización ha provocado revoluciones en las formas de operar de los sistemas financieros reivindicando las funciones del mercado, pero al mismo tiempo ha planteado nuevos problemas por la creciente liquidez e inestabilidad que permea los mercados financieros internacionales. México enfrenta estos procesos de una manera muy profunda, porque a la vez que procede a desmontar un viejo modelo, la adopción del nuevo lo ha conducido a realizar medidas radicales que afectan toda la economía en su conjunto. Además se experimenta un terreno totalmente nuevo para la economía mexicana y sus instituciones.